



Polish Economic Society Branch in Toruń



PTE Toruń and IER Working Papers No 14/2013

Obligacje we współczesnej gospodarce

Jarosław Pawłowski

Toruń, Sierpień 2013

Jarosław Pawłowski
Uniwersytet Mikołaja Kopernika
jarek86@doktorant.umk.pl

OBLIGACJE WE WSPÓŁCZESNEJ GOSPODARCE

Słowa kluczowe: *obligacja, rynek kapitałowy, Bank Rozrachunków Międzynarodowych*

Abstrakt: Ze względu na swoją specyfikę obligacje w ostatnim czasie stają się coraz częściej wykorzystywanym instrumentem finansowym. Odpowiada to za obserwowany wzrost znaczenia ich rynku we współczesnej gospodarce. W związku z tym w niniejszym artykule poruszono problematykę obligacji przez pryzmat międzynarodowego rynku obligacji. W ramach niniejszej pracy podjęto próbę syntetycznej charakterystyki kategorii obligacji oraz analizę wielkości i struktury międzynarodowego rynku obligacji popartą odpowiednimi wnioskami. Analizę przeprowadzono na podstawie danych zamieszczonych w sprawozdaniach przygotowywanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych. Na potrzeby realizacji założonego celu wykorzystane zostaną następujące metody badawcze: opisowa, porównawcza, analizy literatury oraz przypadku.

BONDS IN THE CONTEMPORARY ECONOMY

Keywords: *bond, capital market, Bank for International Settlements*

Abstract: Due to its essence, bonds are more and more often used recently. It causes that bonds market has more importance in contemporary economy. Therefore, this paper focuses on the issue of bonds from the perspective of the international bond market. This article is an attempt of synthetic characteristics of bonds, analysis of size and structure of international bond market and some conclusions. The analysis was based on data contained in reports of Bank for International Settlements. To accomplish this objective were used: a descriptive method, a comparative method, an analysis literature method and case studies.

WPROWADZENIE

W kontekście przeobrażeń społeczno-gospodarczych ostatnich lat na znaczeniu zyskuje rynek finansowy i jego instrumenty. Jednym z aspektów

odpowiedzialnych za popularyzację instrumentów finansowych jest zachodząca zmiana sposobu finansowania działalności gospodarczej podmiotów. Obserwowane przejście z systemu zorientowanego na banki na system nastawiony na rynek finansowy spowodowane jest przede wszystkim konkurencyjnym kosztem kapitału obcego pozyskanego w ten sposób, zwiększeniem się jego dostępności oraz potrzebą dywersyfikacji źródeł finansowania. Podstawowym instrumentem wykorzystywanym w tym celu są obligacje. Na przestrzeni ostatnich lat ich kategoria znacząco się rozrosła zarówno pod względem wolumenu transakcji, jak i liczby oraz złożoności poszczególnych rodzajów obligacji. W związku z wzrastającym zainteresowaniem tymi instrumentami oraz ich znaczeniem we współczesnych warunkach gospodarczych celem niniejszego artykułu jest próba syntetycznego ujęcia kategorii obligacji wraz z zaprezentowaniem ich roli we współczesnej gospodarce wzbogacona analizą wielkości i struktury międzynarodowego rynku obligacji. Na potrzeby realizacji założonego celu wykorzystane zostaną następujące metody badawcze: opisowa, porównawcza, analiza literatury oraz przypadku.

CHARAKTERYSTYKA OBLIGACJI

Obecnie za podstawowy instrument rynku kapitałowego uznaje się obligacje. Powszechnie przyjmuje się, że są to dłużne papiery wartościowe o okresie zapadalności, który w momencie emisji przekracza rok (Fabozzi, 2007, s. 3). Należy jednak podkreślić, że w przypadku przepisów prawnych właściwych na gruncie krajowym dla obligacji minimalny okres zapadalności nie został określony. Jednak zazwyczaj krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe określa się mianem bonów¹ (Dziawgo, 2007, s. 141-142). Obligacje stanowią potwierdzenie istnienia określonego zobowiązania finansowego, które zostało zaciągnięte przez ich emitenta, wobec jej posiadacza, czyli obligatariusza. Określenie tego zobowiązania dotyczy zarówno wskazania jego kwoty, jak również szczegółowych warunków jego uregulowania (Weron, Weron, 1999, s. 58). Współcześnie obligacje funkcjonują w obrocie zarówno w tradycyjnej formie materialnej, czyli papierowego dokumentu, jak również w zdematerializowanej, czyli zapisu elektronicznego. Bez względu na formę dokument obligacji składa się z płaszcza oraz

¹ Jednak czasami można spotkać się z pojęciem obligacji krótkoterminowych w odniesieniu do dłużnych papierów wartościowych o cechach obligacji emitowanych na okresy krótsze niż rok (<http://www.bankier.pl/wiadomosc/Kompania-Weglowa-wyemituje-obligacje-krotkoterminowe-2751968.html> (20.05.2013 r.)).

arkusza wykupu obligacji. Ponadto z arkusza kuponowego oprocentowania w przypadku okresowych płatności odsetek (Dziawgo, 2007, s. 112). Z tego względu obligacje, które nabywane są po cenie nominalnej i charakteryzują się ustalonymi płatnościami odsetek nazywane są obligacjami kuponowymi (Hubbard, O'Brien, 2012, s. 60). Drugą grupę tworzą obligacje, które charakteryzują się tym, że są emitowane z tzw. dyskontem, czyli poniżej ich wartości nominalnej, a dopiero ich odkup następuje po cenie nominalnej. Ze względu na tę specyfikę w odniesieniu do tych obligacji używa się terminu dyskontowe (Hubbard, O'Brien, 2012, s. 60) lub zerokuponowe (Fabozzi, 2007, s. 3).

Znaczenie omawianej kategorii instrumentów finansowych we współczesnej gospodarce ma swoje źródła w szeregu pełnionych funkcji do których należą: (Czekaj, Raganiewicz, 2008, s. 22)

- funkcja pożyczkowa, która związana jest z pozyskiwaniem określonego kapitału przez emitentów obligacji na okres i zasadach ustalonych w warunkach emisji,
- funkcja lokacyjna, polegająca na stworzeniu w drodze nabycia obligacji sposobu inwestycji wolnych środków pieniężnych,
- funkcja płatnicza, której istota wiąże się z możliwością pełnienia w określonych sytuacjach przez obligacje roli środka płatniczego.
- funkcja obiegowa, która polega na przenoszeniu praw inkorporowanych w obligacji przez właściciela na inny podmiot.

Intensywny rozwój rynków finansowych w ostatnich latach przejawia się również w ramach kategorii obligacji. Z jednej strony dotyczy to wzrostu wolumenu i wartości transakcji, których przedmiotem są obligacje, a z drugiej strony postępującej ich złożoności. Obecnie znany zakres katalogu obligacji powoduje, że w celu przejrzystej jego prezentacji dokonuje się szeregu klasyfikacji. Ze względu na kryterium rodzaju podmiotu, który dokonuje emisji obligacji, wyróżnia się następujące ich grupy: (Owsiak, 2002, s. 306):

- obligacje skarbowe, których emitentami są rządy państw,
- obligacje municypalne (komunalne), których emitentami są władze samorządowe,
- obligacje bankowe, emitowane przez banki,
- obligacje przedsiębiorstw (korporacyjne), emitowane przez przedsiębiorstwa, oraz
- obligacje emitowane przez inne podmioty.

Ze względu na miejsce emisji obligacji dokonuje się ich podziału na: (Czekaj, Raganiewicz, 2008, s. 24)

- obligacje krajowe, które charakteryzują się tym, że są emitowane jedynie w kraju emitenta i nominowane są w walucie krajowej,
- obligacje zagraniczne, których emisje przeznaczone są na rynki zagraniczne nominowane w walutach obcych.

Kolejną cechą różnicującą obligacje jest zabezpieczenie długu powstającego w efekcie ich emisji. W tym zakresie można wyróżnić poniższe rodzaje obligacji (Kudła, 2009, s. 57):

- obligacje zabezpieczone
 - całkowicie,
 - częściowo,
- obligacje niezabezpieczone.

W przypadku emisji obligacji zabezpieczonych rolę zabezpieczenia pełnić może szereg walorów, wśród których można wymienić (Kudła, 2009, s. 57):

- cały majątek emitenta, w przypadku nie uregulowania w terminie zobowiązania obligatariusze mają prawo przejąć i sprzedać całość lub część majątku emitenta celem jego zaspokojenia,
- wybrane aktywa emitenta m.in.: (Choudhry, 2001, s. 326-327)
 - hipoteka - zabezpieczenie hipoteczne,
 - papiery wartościowe - zabezpieczenie papierami wartościowymi (aktywami finansowymi),
- gwarancje udzielone przez inne podmioty, ich istota polega na zobowiązaniu się gwaranta do uregulowania określonego długu emitenta w sytuacji nie wywiązania się przez niego.

Charakterystyczną cechą obligacji jest sposób ich wykupu w określonym terminie zapadalności. W tym zakresie spotykanych jest kilka rozwiązań, które biorąc pod uwagę można podzielić obligacje na wykupywane (Dziawgo, 2007, s. 123):

- w jednym terminie (jednorazowo),
- w ratach (amortyzowane), czyli konkretne obligacje mają ściśle określony moment wykupu,
- losowo, w przypadku tych papierów odkup następuje w ustalonych terminach, jednak ze względu na brak przypisania konkretnych walorów do określonego terminu, wyboru obligacji do odkupu dokonuje się w drodze losowania.

Z punktu widzenia istoty instrumentu dłużnego ważną kwestią dotyczącą obligacji jest sposób wynagradzania ich nabywcy w zamian za zaangażo-

wany kapitał. Biorąc pod uwagę sposób wyliczania premii w ramach katalogu obligacji można wyodrębnić następujące ich kategorie: (Czekaj, Raganiewicz, 2008, s. 25)

- obligacje dyskontowe (zerokuponowe), obejmowane są po cenie niższej od wartości nominalnej, stąd w ich przypadku premię dla inwestora stanowi tzw. dyskonto, czyli różnica pomiędzy wartością nominalną obligacji a ceną ich nabycia,
- obligacje o stałym oprocentowaniu, charakteryzują się tym, że odsetki obliczane są od wartości nominalnej obligacji według określonej stopy procentowej, której wartość jest stała w całym okresie trwania obligacji,
- obligacje o zmiennym oprocentowaniu, w przypadku tych wielkość odsetek kalkuluje się od wartości nominalnej obligacji przy czym jednak wysokość stopy procentowej ustalana jest okresowo według przyjętych zasad w zależności od określonych wielkości bazowych.

Zdarza się również sytuacja, że przepływy pieniężne z wyżej wymienionych obligacji, a nawet ich wartość nominalna, może podlegać indeksacji według określonego wskaźnika, którego rolę często pełni stopa inflacji. Tego typu obligacji określa się mianem obligacji indeksowanych (Czekaj, Raganiewicz, 2008, s. 25).

Ponadto należy podkreślić, że w przypadku niektórych obligacji w dniu ich zapadalności nie następuje wykup, natomiast dokonywana jest konwersja na inne instrumenty finansowe. Możliwość oraz szczegółowe zasady zamiany określone muszą być w warunkach emisji. Przykładem tego rodzaju obligacji są obligacje zamienne (*convertible bonds*), których nabywca uzyskuje prawo zamiany posiadanych obligacji na akcje emitenta na określonych warunkach. Jeżeli istnieje możliwość zamiany przez nabywcę obligacji na akcje podmiotów innych niż emitent to ten rodzaj obligacji nazywany jest obligacjami wymiennymi (*exchangeable bonds*) (Fabozzi, 2002, s. 273).

Obligacje mogą również posiadać pewne specjalne uprawnienia dla ich posiadacza lub emitenta. Przykładem są obligacje z prawem pierwszeństwa oraz z prawem do wcześniejszego wykupu. W przypadku tych pierwszych charakterystyczne jest włączenie dla ich posiadacza prawa pierwszeństwa do objęcia akcji nowej emisji. Natomiast drugi wymieniony typ obligacji cechuje się uprzywilejowaniem pozycji emitenta, który to zastrzega sobie prawo do wykupu całości lub części wyemitowanych obligacji w dowolnym terminie w okresie ich trwania (Czekaj, Raganiewicz, 2008, s. 26).

Rozpatrując kwestię atrakcyjności inwestycji w obligacje z punktu widzenia inwestora zazwyczaj uwzględnia się z jednej strony poziom ryzyka, a z drugiej przewidywane korzyści. Oceniając bezpieczeństwo zaangażowania kapitału w dany rodzaj obligacji należy uwzględnić szereg czynników, wśród których wymienić można (Sopoćko, 2010, s. 30):

- renomę emitenta oraz jego ewentualne doświadczenia w przypadku poprzednich emisji,
- ocenę ryzyka inwestycyjnego emisji obligacji (ocena credit-ratingu),
- sposób zabezpieczenia emisji,
- harmonogram płatności,
- termin zapadalności,
- forma umorzenia,
- walutę nominału.

W zależności od poziomu ryzyka towarzyszącego inwestycji w dane obligacje inwestorzy spodziewają się określonej wysokości premii w postaci odsetek lub dyskonta. Dlatego ważna jest właściwa analiza ryzyka inwestycyjnego ponieważ wraz z jego wzrostem rośnie pożądany poziom premii ze strony inwestorów. Ciekawym przykładem tej zależności są obligacje określane mianem śmieciowych (*junk bonds*) (Dziawgo, 2007, s. 126) lub tandetnych (Bień, 1998, s. 39). Charakteryzują się one wysokim poziomem ryzyka inwestycyjnego, który wynika z faktu, że służą one finansowaniu przedsięwzięć o niskim stopniu prawdopodobieństwa jego powodzenia, jak również trudnej sytuacji finansowej emitenta. W związku z tym, biorąc pod uwagę duże niebezpieczeństwo ich niewykupienia przez emitenta cechują się one wysoką stopą oprocentowania, co niejednokrotnie przekonuje inwestorów do podjęcia ryzyka (Bień, 1998, s. 39).

ANALIZA MIĘDZYNARODOWEGO RYNKU OBLIGACJI

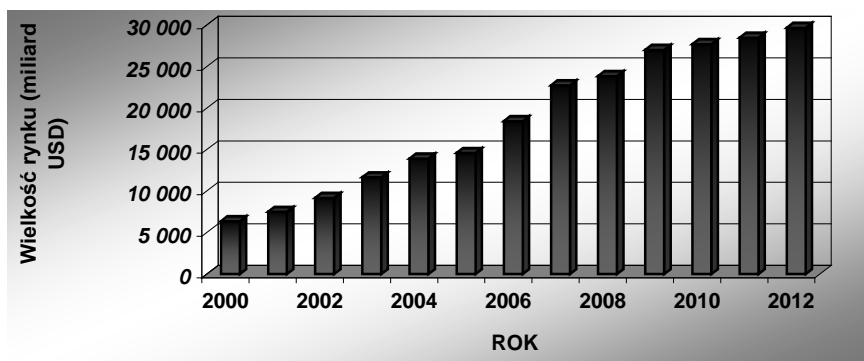
W oparciu o informacje zamieszczone w sprawozdaniach przygotowywanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements*) w latach 2000-2012 została przeprowadzona analiza międzynarodowego rynku obligacji w tym okresie.

W analizowanych raportach zamieszczone są zbiorcze dane dotyczące obligacji i not. Uzasadnionym wydaje się wyjaśnienie zaliczenia tych dwóch dłużnych instrumentów do jednej kategorii i podawanie ich łącznych wartości. Spowodowane jest to względami historycznymi ponieważ dawniej

przyjmowano, że obligacje są instrumentem długoterminowym o okresie trwania powyżej 10 lat. Natomiast noty uznawano za instrumenty średnio-terminowe o okresie zapadalności od roku do 10 lat. Obecnie w literaturze, jak i praktyce przyjęto określać mianem obligacji dłużne instrumenty finansowe o okresie trwania powyżej roku, a podział na noty i obligacje jest jedynie sporadycznym (Dziawgo, 2007, s. 121). Dlatego pomimo zapisu w analizowanych sprawozdaniach Banku Rozrachunków Międzynarodowych, że dane odnoszą się do obligacji i not można przyjąć, że w kontekście obecnego podejścia do tej kwestii dotyczą kategorii obligacji.

Przeprowadzoną analizę rozpoczęto od ustalenia wielkości międzynarodowego rynku obligacji w latach 2000-2012. W tym celu zostały wykorzystane dane dotyczące wartości obligacji wyemitowanych, a jednocześnie nieprzeterminowanych, które pozostawały do wykupu na koniec poszczególnych lat. Na ich podstawie sporządzony został wykres nr 1.

Wykres 1. Wielkość międzynarodowego rynku obligacji w latach 2000-2012

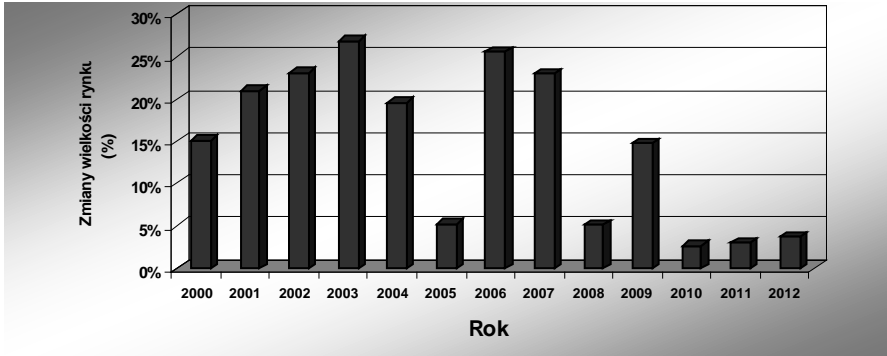


Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań Banku Rozrachunków Międzynarodowych.

W pierwszym roku rozpatrywanego okresu, czyli w 2000 roku wielkość międzynarodowego rynku obligacji wynosiła około 5 bilionów USD. W kolejnych latach obserwowany jest systematyczny jego wzrost, przekraczając już w 2003 roku 10 bilionów USD, a w 2007 roku 20 bilionów USD. W kolejnych latach, pomimo kryzysu finansowego, wartość wyemitowanych obligacji ulegała dalszemu corocznemu zwiększaniu kształtując się na poziomie 28,6 bilionów USD na koniec 2012 roku.

W celu ukazania rozwoju międzynarodowego rynku obligacji wyliczono, a następnie zaprezentowano w formie wykresu roczne zmiany wielkości tego rynku. Zostały one ujęte na wykresie nr 2.

Wykres 2. Roczne zmiany wielkości międzynarodowego rynku obligacji w latach 2000-2012



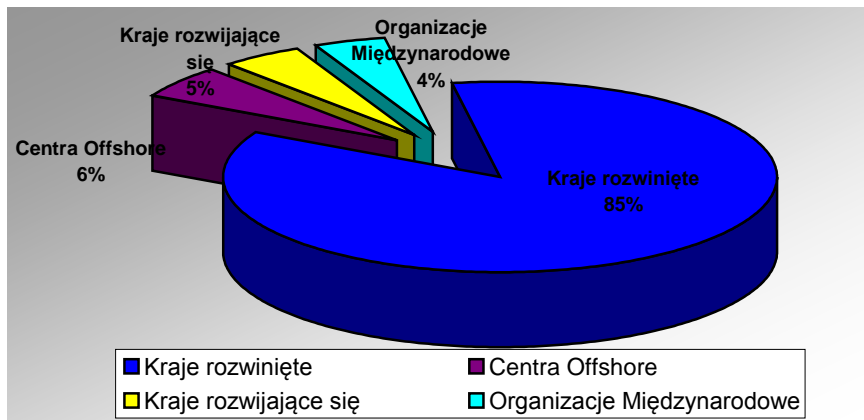
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań Banku Rozrachunków Międzynarodowych

Analizując roczne zmiany wielkości badanego rynku w latach 2000-2012 widocznym staje się fakt, że w całym okresie charakteryzował się on dodatnim tempem zmian. Oznacza to, że przez cały rozpatrywany czas wielkość tego rynku powiększała się, przy czym w poszczególnych latach tempo tych zmian było zróżnicowane. Najniższe wartości przyjmowało w latach 2010-2012 na poziomie 2-3%. Natomiast najwyższe, bo przekraczające 20% w latach 2001-2003 oraz 2006 i 2007. Należy zwrócić uwagę, że w latach 2006 i 2007 tempo wzrostu tego rynku kształtowało się na poziomie około 25%, na co mógł mieć wpływ proces intensywnej sekurytyzacji. Średnia wartość zmian w badanym okresie wyniosła około 14,5%, co potwierdza wysoką dynamikę rozwoju tego rynku.

W kontekście statusu państw i innych jednostek wszystkie podmioty dokonujące emisji obligacji ze względu na miejsce rezydencji można podzielić na następujące kategorie:

- kraje rozwinięte,
- kraje rozwijające się,
- centra offshore,
- organizacje międzynarodowe.

Wykres 3. Struktura międzynarodowego rynku obligacji w 2012 roku przez pryzmat statusu miejsca rezydencji emitenta

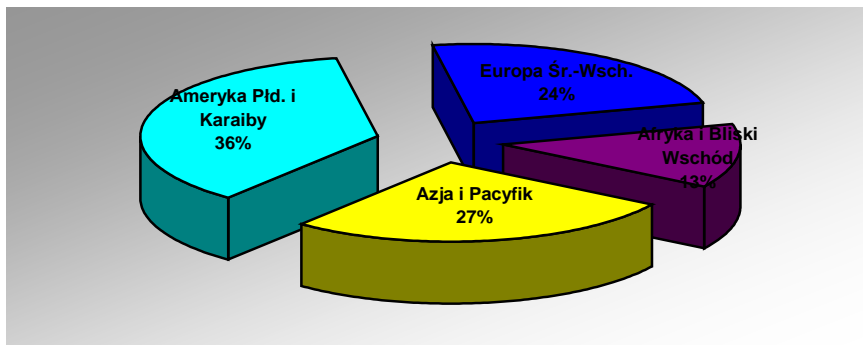


Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań Banku Rozrachunków Międzynarodowych

W 2012 roku dominującym udziałem w strukturze międzynarodowego rynku obligacji z punktu widzenia statusu podmiotu emitenta cechowały się kraje rozwinięte. Ich udział wyniósł blisko 85%. Wartość emisji podmiotów-rezydentów krajów rozwijających odpowiadała udziałowi na poziomie 5% ogólnej wielkości rynku. Ponadto 6% wartości emisji dotyczyła podmiotów z centrów offshore, a 4% organizacji międzynarodowych.

Analizując szczegółowo strukturę krajów rozwijających zaobserwować można, że największym udziałem w 2012 roku charakteryzowała się grupa krajów Ameryki Południowej oraz Karaibów, który wyniósł około 36%. Wartość emisji podmiotów zlokalizowanych w krajach Azji i Pacyfiku pozwoliła na udział wynoszący 27%. W przypadku Europy Środkowo-Wschodniej wartość ta kształtowała się na poziomie 24%, a dla Afryki i Bliskiego Wschodu odpowiednio 12%.

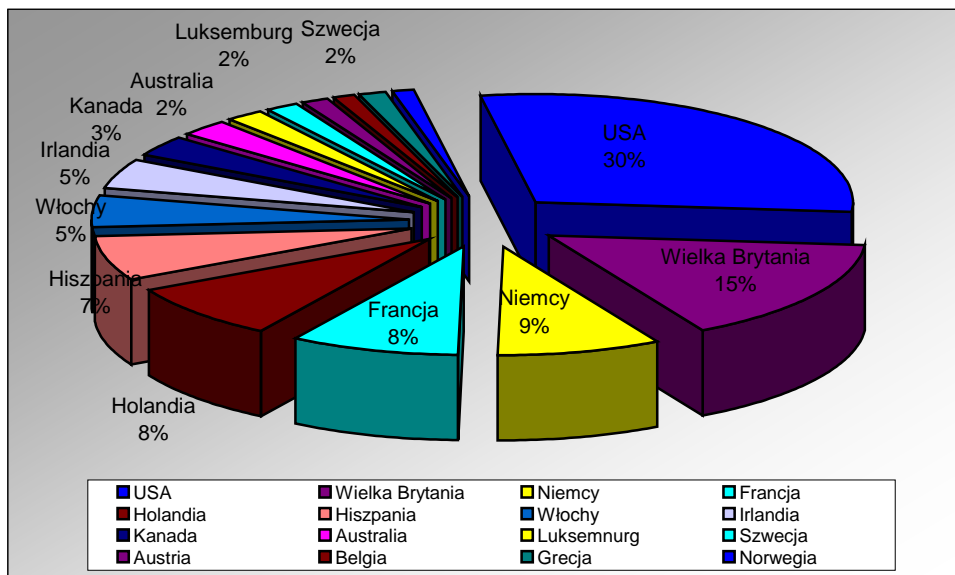
Wykres 4. Struktura krajów rozwijających się według regiony rezydencji podmiotu emitującego obligacje na międzynarodowym rynku w 2012 roku



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań Banku Rozrachunków Międzynarodowych

Biorąc pod uwagę strukturę krajów rozwiniętych według kryterium państwa rezydencji najwyższym udziałem charakteryzują się USA, których udział w 2012 roku kształtował się na poziomie zbliżonym do 30%. Na kolejnym miejscu znalazła się Wielka Brytania tworząc 15% rynku. Następnie Niemcy, Francja oraz Holandia z udziałami na poziomie około 9%. W kontekście ostatnich wydarzeń związanych z problemem nadmiernego zadłużania się krajów Unii Europejskiej interesująco prezentuje się kwestia Hiszpanii, której udział w międzynarodowym rynku obligacji w 2012 roku wyniósł około 7%, natomiast w 2000 roku było to około 1,5%. Widocznym staje się więc, że emisja obligacji jest znaczącym sposobem pozyskiwania kapitału przez emitentów z tego kraju. Omawiana struktura została zaprezentowana na wykresie nr 5.

Wykres 5 . Struktura krajów rozwiniętych przez pryzmat kraju rezydencji emitenta obligacji na rynek międzynarodowy w 2012 roku

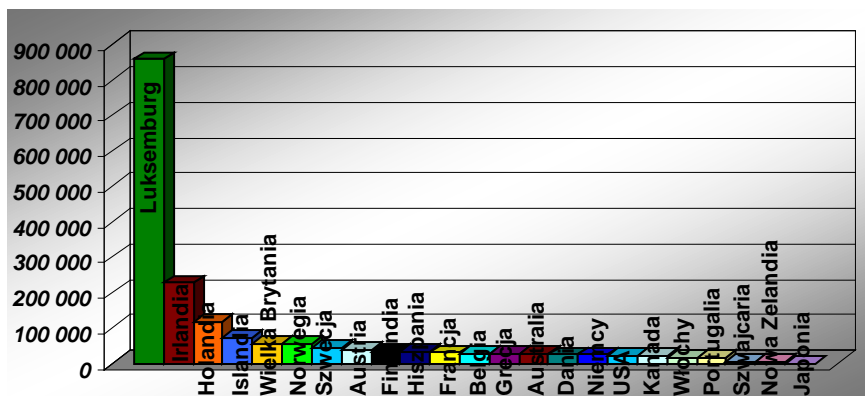


Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań Banku Rozrachunków Międzynarodowych

Dotychczas przedstawiona analiza struktury badanego rynku dotyczyła regionów lub państw według miejsca rezydencji podmiotów-emitentów. W związku z tym porównywano kraje o zróżnicowanej wielkości. W celu głębszego przeanalizowania tej kwestii oraz umożliwienia porównywania krajów posłużono się dodatkową zmienną. Została ona obliczona w wyniku podzielenia wartości wyemitowanych na rynek międzynarodowy obligacji, które pozostają do wykupu na koniec poszczególnych lat i które dotyczą określonego kraju przez liczbę jego mieszkańców. W efekcie przedstawionej kalkulacji dla 2012 roku otrzymano dane, które zostały zaprezentowane na wykresie nr 6. Imponującym wynikiem w porównaniu do innych krajów w badanym zakresie cechuje się Luksemburg. W przypadku tego kraju wartość emisji przypadających na jednego mieszkańca ukształtowała się na poziomie około 850 000 USD. O skali dominacji Luksemburga w tym obszarze świadczy fakt, że na kolejnym miejscu znalazła się Irlandia z wynikiem już kilkukrotnie mniejszym, wynoszącym około 230 000 USD na jednego mieszkańca. Ponadto jeszcze tylko jeden kraj charakteryzował się obliczoną zmienną na poziomie przewyższającym 100 000 USD. Była to Holandia dla której wartość ta wyniosła prawie 120 000 USD. Ze względu na to, że dla większości krajów wyniki kształtowały się poniżej 80 000

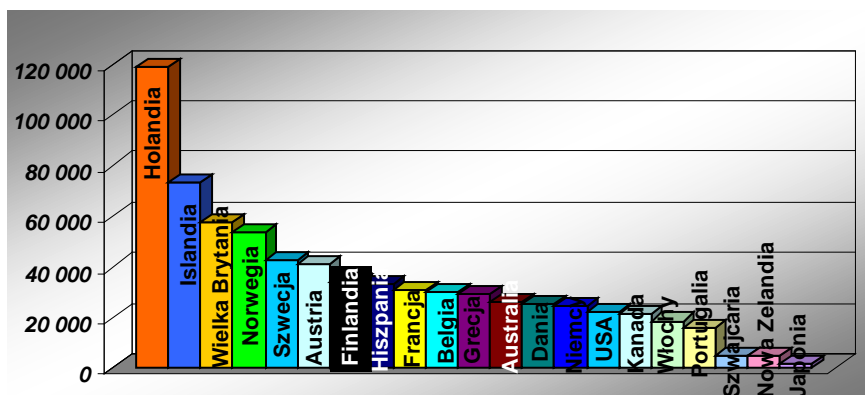
USD, w celu przejrzystego przedstawiania i umożliwienia porównania wyliczonych wartości przygotowano wykres nr 7 o mniejszym przedziale wielkości, tj. od 0 do 120 000 USD.

Wykres 6. Wartość emisji obligacji na rynek międzynarodowy przypadających na jednego mieszkańca w 2012 roku w wybranych krajach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań Banku Rozrachunków Międzynarodowych

Wykres 7. Wartość emisji obligacji na rynek międzynarodowy przypadających na jednego mieszkańca w 2012 roku w wybranych krajach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań Banku Rozrachunków Międzynarodowych

Analizując wykresy nr 6 i 7 widocznym staje się fakt, że kraje, które jako agregaty dominowały w omawianej strukturze w przypadku przeliczenia na jednego mieszkańca swojej przewagi nie zachowały. Odpowiednio USA, które dominują jako kraj, osiągnęły wartość zmiennej na poziomie około 22 000 USD, Niemcy 25 000 USD, Francja 30 500 USD i Wielka Brytania 58 000 USD. Otrzymane wartości ukazują znaczący dystans, który dzieli wymienione państwa w analizowanym zakresie od krajów charakteryzujących się najwyższymi wartościami badanego wskaźnika.

ZAKOŃCZENIE

W ostatnich latach obserwowany był intensywny wzrost wielkości międzynarodowego rynku obligacji. Potwierdzają to dane, że w okresie 2000-2012 wartość wyemitowanych i nieprzeterminowanych obligacji wzrosła niemal pięciokrotnie. Ponadto w każdym z rozpatrywanych lat rynek ten charakteryzował się dodatnią dynamiką zmian, co w kontekście mającego miejsce w tym czasie kryzysu finansowego nabiera szczególnego znaczenia. Notowana popularyzacja omawianego instrumentu dłużnego spowodowana jest w znacznej mierze jego konkurencyjnością w zakresie kosztów obsługi zobowiązań zaciągniętych w drodze jego emisji w stosunku do kredytu bankowego. Konkurencyjność ta wynika przede wszystkim z bezpośredniego sposobu pozyskiwania kapitałów od zainteresowanych jednostek z pominięciem pośrednika, czyli banku (Dziawgo, 2012, s. 25).

Należy również zwrócić uwagę na fakt, że rynek ten tworzą w przeważającej części emisje podmiotów o rezydencji w krajach rozwiniętych. W 2012 roku około 85% wartości emisji pochodziła z tych krajów. Na tej podstawie można wnioskować, że gospodarki krajów rozwiniętych charakteryzują się wyższym stopniem rozwoju rynków finansowych, co potwierdzałoby zależność opisywaną przez Schumpetera już w połowie XX wieku (Mikita 2009, s. 166). Nie można również pomijać roli centrów offshore w kontekście międzynarodowego rynku finansowego, w przypadku rozpatrywanych obligacji ich udział wynosił w 2012 roku około 6% i nawet przewyższał udział krajów rozwijających się.

Ponadto na podstawie przeprowadzonej analizy międzynarodowego rynku obligacji wydaje się, że opisywane przeobrażenia systemów finansowych dotyczące zmian w zakresie przechodzenia od nastawienia zorientowanego banki na zorientowanie na rynek finansowych są obecne i będą kontynuowane w kolejnych latach XXI wieku.

LITERATURA

- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2000 International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/r_qa0006.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2001, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/r_qa0106.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2002, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0206.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2003, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0306.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2004, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0406.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2005, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0506.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2006, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0606.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2007, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0706.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2008, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0806.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2009, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0906.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2010, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1006.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – June 2011, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1106.pdf (20.05.2013).
- Bank for International Settlements, *BIS Quaterly Review – December 2012, International banking and financial market developments, Statistical Annex*, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1212.pdf (20.05.2013).

- Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 1998.
- Choudhry M., *The bond and money markets: strategy, trading, analysis*, Butterworth Heinemann, Oxford 2001.
- Czekaj J., Raganiewicz J., *Istota i funkcje rynków finansowych*, [w:] J. Czekaj (red.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Dziawgo D., *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
- Dziawgo D., *Rynek finansowy. Istota – instrumenty – funkcjonowanie*, Wydawnictwo SKwP, Warszawa 2007.
- Fabozzi F., *Bond markets, analysis, and strategies*, Pearson Prentice Hall, New Jersey 2007.
- Fabozzi F., *The handbook of financial instruments*, John Wiley&Sons, New Jersey 2002.
- Hubbard R., O'Brien A., *Money, banking and the financial system*, Prentice Hall Pearson, New Jersey 2012.
- Kudła J., *Instrumenty finansowe i ich zastosowanie*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2009.
- Mikita M., *Nowa rola rynku finansowego w gospodarce światowej*, [w:] J. Bednarczyk, S. Bukowski, J. Misala (red.), *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2009.
- Owsiak S., *Podstawy nauki finansów*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
- Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty pochodne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Weron A., Weron R., *Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa 1999.