

تأثیر اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا بر بازارهای اوراق بهادار اروپا

نوشته A. Prati & G. Schinasi ترجمه فردین صادقی زنجانی و ناهید جعفرپور

به کارگیری واحد پول اروپایی، فرصتهایی برای اتحاد گسترده تر بازارهای مالی اروپا پدید خواهد آورد. اگر مزایای یکپارچگی و اثربخشی به دست آید، بازارهای اوراق بهادار اروپا از لحاظ اندازه و اثربخشی با بازارهای اوراق بهادار آمریکا برابری خواهند کرد.

قرار است اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا^۱ در اول ژانویه سال ۱۹۹۹ تشکیل شود، یعنی زمانی که تعداد نامشخصی از کشورهای عضو اتحادیه اروپا^۲ پول واحدی را بپذیرند (واحد پول اروپا). اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا (EMU) انگیزه‌هایی قوی برای کشورهای به وجود می‌آورد تا موانع موجود در راه تبدیل بازارهای داخلی به اتحاد مالی وسیعتر را از میان بردارند. نتیجه این امر، ایجاد بزرگترین بازار مالی دنیاست. در پایان سال ۱۹۹۵، ارزش اوراق قرضه، سهام و دارایی بانکها در کشورهای عضو اتحادیه اروپا (EU) بیش از ۲۷ تریلیون دلار بود (جدول شماره ۱)، در حالی که ارزش بازار داراییها در آمریکا، تقریباً بالغ بر ۲۳ تریلیون دلار می‌شد. با این حال، اینکه آیا اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا به اتحاد کامل بازارهای مالی اروپا منجر خواهد شد یا نه، به عوامل زیادی بستگی دارد. عمده‌ترین عوامل عبارت است از موانع قانونی، مقرراتی، مالیاتی و

دیگر موانع در سطح ملی و در سطح اتحادیه اروپا.

انگیزه‌های تغییر

بازارهای اوراق بهادار اروپا طی دهه گذشته منسجم تر و نقدینه تر شده است که عامل آن، مقررات زدایی مالی (به عنوان پدیدهای جهانی)، تغییر فرصتهای سرمایه‌گذاری و عدم واسطه‌گری بانکها بوده است. انتشار وسیع انواع اوراق قرضه باعث توسعه بازارهای ثانویه کارای اوراق قرضه شده و بازده اوراق بهادار دولتی را افزایش داده است و به همین دلیل، این اوراق را از سپرده‌های بانکی جذابتر کرده است. تحرک سرمایه در کشورهای عضو اتحادیه اروپا به دلیل همگرایی سیاستهای اقتصادی کلان تسهیل شده است. در برابر چنین پس زمینه‌ای، به کارگیری واحد پول اروپایی به گونه‌ای انگیزه‌ها را تغییر خواهد داد که تبدیل به اوراق بهادار کردن^۳، هماهنگی عرفهای بازار و شفافیت قیمتگذاری اوراق بهادار را در اروپا تشویق نماید.

نخست، پذیرش پول واحد، هزینه معاملات آتی و نقدی^۴ را کاهش خواهد داد. دوم، واحد پول اروپا ریسک نرخ ارز را در قراردادهای بلندمدت میان موسسه‌های موجود در کشورهای عضو اتحادیه اروپا حذف خواهد کرد و اهمیت نسبی

ریسکهای دیگر را افزایش خواهد داد. در این شرایط احتمالاً ریسک اعتباری مهمترین عامل تعیین‌کننده قیمت اوراق بهادار می‌شود، اما عوامل دیگر (به عنوان مثال، ریسک نقدینگی، ریسک تسویه حساب، ریسک مقررات و ریسک حوادث) نیز بر قیمتگذاری اوراق بهادار تأثیر می‌گذارند. به عنوان مثال، اگر روشهای انتشار اوراق بهادار و تسویه حساب و رویه‌های قانونی در فرانسه و آلمان متفاوت باشند، ممکن است اوراق قرضه منتشر شده توسط یک شرکت فرانسوی و یک شرکت آلمانی با ریسک اعتباری یکسان، به طور متفاوت قیمتگذاری شوند. به این ترتیب، کشورها برای بهبودی بخشیدن به زیر ساختهای مالی خود انگیزه پیدا می‌کنند.

در مجموع، حذف ریسک پول رایج و همگرایی شکافهای اعتباری و عرف بازار ممکن است عمق نقدینگی بازارهای اوراق بهادار اروپا را افزایش دهد. قراردادهای بازارهای کوتاهمدت، براساس واحد پول اروپایی منعقد خواهند شد و می‌توان آنها را در سرتاسر بازارهای داخلی خرید و فروش کرد. در مورد اوراق بهاداری که براساس چندین پول ملی مختلف انتشار یافته‌اند، می‌توان گفت رقابت در میان پولهای ملی مختلف می‌تواند به ادغام مبادله‌ها در مکان منحصر به فردی منجر شود. حتی بازارهایی که تا حدی مجزا باقی می‌مانند (به دلیل گستره اعتباری بزرگتر یا محدودیتهای بیشتر) به واسطه تحولاتی که هزینه‌های مبادلات و محدودیتهای معاملات را کمتر می‌کند، نقدینگی بیشتری خواهند داشت.

سوم، موانع موجود بر سر راه سرمایه‌گذاریهای فرامرزی رفع خواهد شد و سرخسی از محدودیتهای ارزی و سرمایه‌گذاری واحد پول اروپایی که اکنون برای جمع‌آوری سرمایه وجود دارد، از قبیل

جدول شماره ۱ - شاخصهای منتخب در مورد اندازه بازارهای سرمایه در اتحادیه اروپا، ژاپن و آمریکا - پایان ۱۹۹۵

درصد ۲ به ۸	میلیارد دلار					ارزش بازار سهام	تولید ناخالص داخلی	جمعیت میلیون نفر	بازار
	دارایی بانکها	اوراق قرضه			دولتی				
		جمع	خصوصی	جمع					
(۹)	(۸)	(۷)	(۶)	(۵)	(۴)	(۳)	(۲)	(۱)	
۲۲۴	۲۷۲۶۹	۱۴۸۱۸	۸۶۷۲	۲۸۵۸/۶	۴۸۱۴/۲	۲۷۷۸/۵	۸۳۲۷	۳۶۹	اتحادیه اروپا (۱۵ کشور) (+)
۲۱۰	۲۱۰۸۳	۱۱۹۷۲	۶۹۹۲	۳۰۸۳/۵	۲۹۰۹/۷	۲۱۱۹/۲	۶۸۰۲/۹	۲۸۶/۱	اتحادیه اروپا (۱۱ کشور) (x)
۳۱۸	۱۶۰۹۱	۹۴۵۶	۳۹۳۱	۲۶۱۱	۲۳۳۰/۳	۱۶۹۲/۸	۵۰۵۴/۸	۱۸۱/۸	اتحادیه اروپا (۸ کشور) (*)
۲۲۰	۱۶۳۷۵	۷۲۸۲	۵۳۲۶	۱۸۷۵/۵	۲۳۵۰/۳	۲۶۶۷/۳	۵۱۱۴	۱۲۵/۲	ژاپن
۳۱۵	۲۲۸۶۵	۵۰۰۰	۱۱۰۰۷	۳۲۹۵/۱	۶۷۱۲/۴	۶۸۵۷/۶	۷۷۵۲/۸	۲۶۲/۳	آمریکا

(+) کشورهای اتریش، بلژیک، دانمارک، فنلاند، فرانسه، آلمان، ایرلند، ایتالیا، یونان، لوگزامبورگ، هلند، پرتغال، اسپانیا، سوئد و بریتانیا.
(x) کشورهای اتریش، بلژیک، فنلاند، فرانسه، آلمان، ایرلند، ایتالیا، لوگزامبورگ، هلند، پرتغال و اسپانیا
(*) کشورهای اتریش، بلژیک، فنلاند، فرانسه، آلمان، ایرلند، لوگزامبورگ و هلند.

بسانکهای مرکزی کشورهای اروپایی پیشنهادهای توافقنامه‌های بازخرید را از بازارهای محلی جمع‌آوری می‌نمایند، آنها را به کامپیوتر مرکزی در فرانکفورت ارسال می‌کنند و معاملات بازخرید را طبق دستور عملهای بانک مرکزی اروپا انجام می‌دهند. این اعتماد به توافقنامه‌های بازخرید می‌تواند انگیزه‌ای برای توسعه بازار توافقنامه بازخرید براساس پول واحد اروپا باشد. گرچه در حال حاضر بازار توافقنامه‌های بازخرید خصوصی در بعضی از کشورها وجود دارد، به استثنای چند مورد (فرانسه بیشتر از همه جلب توجه می‌کند)، هیچ یک از آنها به اندازه بازار توافقنامه‌های بازخرید آمریکا توسعه یافته و نقدینه نیست.

سوال دیگر این است که آیا بازارهای بین بانکی در تک تک کشورهای، مشخصه‌های ملی خاص خود را حفظ خواهند کرد، یا فشارهای بازار آنها را وادار خواهد کرد که در بازار گسترده اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا ادغام شوند. اتحاد و ادغام تا اندازه‌ای افزایش یافته است -

اجرای سیاستهای پولی و مالی بستگی دارد. از لحاظ تاریخی نقشی که بانک مرکزی در بازارهای پولی خصوصی ایفا کرده، سهم عمده‌ای در توسعه بازارهای اوراق بهادار داخلی داشته است. برخلاف بانک مرکزی آمریکا که با مداخله روزانه در بازارها نقش عمده‌ای در توسعه بازارهای کارای پول و اوراق بهادار داشته است، بسانکهای مرکزی اروپا بر ذخیره قانونی، متوسط اندوخته و مداخله‌های دو هفته‌ای در بازار تکیه کرده‌اند. روش اروپایی بانکهای مرکزی، به توقف توسعه بازارهای اوراق بهادار خصوصی گرایش داشته و به تسلط بانکها در واسطه‌گری مالی منجر شده است.

هنوز خیلی زود است که بگوییم نظام بانکهای مرکزی اروپا^۵ که شامل بانک مرکزی اروپا^۶ و بانکهای مرکزی کشورهای اروپایی^۷ است، بیشتر به الگوی آمریکایی یا اروپایی شباهت دارد. طرح فعلی این است که توافقنامه‌های بازخرید^۸ ابزار اصلی بانکهای مرکزی اروپا برای اجرای سیاست پولی باشد و عملیات توافقنامه‌های خرید، تمرکز زدایی شود.

صندوقهای بازنشستگی و شرکتهای بیمه، دیگر مناسبی نخواهد داشت. در نتیجه، حجم و تنوع سرمایه‌های تحت مدیریت سرمایه‌گذاران نهادی اتحادیه اروپا به سرعت افزایش می‌یابد. در واقع، نیاز به تنوع سرمایه همگام با متحد شدن بازارهای اروپا می‌تواند به کاهش نگهداری داراییهای اتحادیه اروپا توسط سرمایه‌گذاران بیانجامد.

چهارم، به محض اینکه مزایای تنوع پول رایج از بین برود، سرمایه‌گذاران و موسسه‌های مالی درصدد برخورد آمد تا سرمایه‌های خود را با طیف گسترده‌تری از ابزارهای واحد پول اروپایی و همچنین، داراییهای خارج از حوزه واحد پول اروپایی متنوع کنند.

بازارهای بین بانکی و توافقنامه بازخرید اینکه آیا چنین انگیزه‌هایی باعث توسعه بازارهای عمیق نقدینه کوتاهمدت می‌شود یا نه، تا حدودی به عوامل عرضه و تقاضا، رقابت فرامرزی بین واسطه‌ها، برطرف کردن موانع قانونی، مقرراتی و مالیاتی موجود در مسیر سرمایه‌گذاری فرامرزی و روشهای نهادی برای

سپرده‌های بین بانکی خارجی رشد کرده و اختلاف بین نرخهای بهره ابزارهای مالی بازار اروپا و بازارهای داخلی کمتر شده است. با حذف ریسک نرخ ارز، برقراری عملیات توافقنامه بازخرید بانک مرکزی اروپا و فراهم آوردن نقدینگی در طول روز برای هدفهای تسویه حسابها، اگر هم موانعی وجود داشته باشد، موانع معدودی برای بانکهای

اروپایی درجه اول، دوم و سوم در جهت تامین متقابل مالی، به‌طور مستقیم و به کمک وجوه اضطراری وجود خواهد داشت. این امر می‌تواند به سرعت به ایجاد بازار بین بانکی کارآمد در سطح اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا منجر شود به طوری که توسعه بازار توافقنامه بازخرید خصوصی را به دنبال خواهد داشت.

موسسه‌های بزرگ مالی بین‌المللی که هم‌اکنون برای مدیریت نقدینگی خود به بازارهای لندن و نیویورک تکیه می‌کنند، در بازارهای کوتاهمدت اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا فعالتر خواهند شد.

بازارهای اوراق قرضه دولتی

با حذف ریسک نرخ ارز و کاهش هزینه‌های مبادله، داشتن پول اروپایی واحد هزینه‌های انتشار و سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار دولتی را کاهش خواهد داد. بنابراین احتمال دارد عرضه و تقاضا در جهت خاصی هدایت شوند و انگیزه‌هایی قوی برای هماهنگ‌سازی عرف بازار و شفاف و کارکردن آن از نظر هزینه‌ها به وجود آید. اگر سرمایه‌گذاران بتوانند از میان منتشرکنندگان مختلف، ریسک و بازده مورد نظر خود را بیابند، اعضای اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا دیگر قادر نخواهند بود بازار پول داخلی^۹ را مسلم فرض کنند. با افزایش اهمیت ریسک اعتباری،

رقابت فرامرزی بین واسطه‌های مالی برای به بازار آوردن انتشارات جدید، رتبه‌بندی اعتبارات جدید و تخصیص وجوه سرمایه‌گذاری به بازارهای داخلی افزایش خواهد یافت. از آنجا که بانکهای اروپایی برای گسترش دامنه فعالیتشان می‌کوشند با یکدیگر و همچنین، با بانکهای بریتانیایی و آمریکایی رقابت کنند، امکان دارد ادغام و قبضه

مالکیت‌های زیادی صورت گیرد (بخش بانکی بازسازی شود).

قیمتگذاری ریسک اعتباری تعیین خواهد کرد که بازارهای اوراق قرضه دولتی اروپایی چگونه یکپارچه و نقدینه خواهند شد. هم‌اکنون، چند عضو بالقوه اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا از نظر بدهی‌ای که براساس پول داخلی است، رتبه بالاتری دارند تا از نظر بدهی‌ای که براساس پول خارجی است. برای این کشورها، رتبه‌بندی اعتباری اوراق قرضه براساس پول اروپا بیشتر می‌تواند به مورد اخیر نزدیک باشد. با این حال، کشورهایی که موقعیت مالی خود را برای برآورده کردن معیارهای پیمان ماستریخت بهبود می‌بخشند، می‌توانند فشارهای رتبه‌بندی را خنثی کنند تا این فشارها از بین بروند.

عوامل دیگری نیز بر شکافهای اعتباری تاثیر دارند. گرچه یکی از مفاد پیمان ماستریخت، مساعدت مستقیم اتحادیه اروپا را به تک تک کشورهای عضو اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا مردود اعلام کرده است، این امکان وجود دارد که اوراق قرضه دولتی همانند اوراق قرضه شرکتها قیمتگذاری نشوند. حجم بدهیهای تصفیه نشده بخش عمومی در کشورهای بالقوه عضو اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا، نشانگر آن است که بازسازی غیرداوطلبانه یا عدم بازپرداخت بدهیها، گرفتاریهای

سیستماتیک مهمی در پی خواهد داشت. با آغاز سال ۱۹۹۹، همه انتشارات جدید اوراق قرضه و اسناد بهادار دولتی (حداقل آنهایی که در بازار ثانویه دادوستد می‌شوند) براساس واحد پول اروپایی قیمتگذاری می‌شوند، اما کشورها در مورد قیمتگذاری مجدد موجودی بدهی تصفیه نشده حق انتخاب خواهند داشت. همزیستی اوراق قرضه قدیمی و اوراق قرضه واحد پول اروپایی می‌تواند بازار جدید واحد پول اروپا را برای اوراق بهادار دولتی تفکیک کند و نقدینگی آن را کاهش دهد. در عین حال، رقابت در میان انتشاردهندگان دولتی اروپا که درصدد استفاده از منحنی بازده برای قیمتگذاری بدهی خصوصی و دولتی هستند، فشارهایی برای اتحاد بیشتر پدید خواهد آورد.

بازارهای اوراق قرضه شرکتها

گرچه قانون بازارهای مالی و مدیریت وجوه اتحادیه اروپا، نسبت به شکستن موانع قانونی و مالیاتی توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتها اروپایی اقدام کرده است، اما این بازارها هنوز رشد نکرده‌اند. از کل حجم اوراق قرضه تصفیه نشده منتشر شده توسط نهادهای خصوصی اتحادیه اروپا (تقریباً ۴ تریلیون دلار یا تقریباً ۸۷ درصد از بازار اوراق قرضه شرکتها در آمریکا)، فقط ۲۵ درصد در بازارهای بین‌المللی منتشر شده است. حجم انتشارات داخلی در سال ۱۹۹۵ در مقایسه با سایر بازارهای توسعه یافته نازل بود. ۰/۱ میلیارد دلار در آلمان و ۶/۴ میلیون دلار در فرانسه، در مقایسه با ۲۰/۷ میلیارد دلار در بریتانیا، ۷۷/۲ میلیارد دلار در ژاپن و ۱۵۴/۳ میلیارد دلار در آمریکا.

اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا توسعه بازارهای اوراق قرضه شرکتها را تسریع خواهد کرد. با این حال، توسعه بازار اوراق

قرضه شرکتها در پهنه اروپا به دلیل مقررات دست و پاگیر و وجود سرمایه‌گذاران نهادی اندک، مدتی طول خواهد کشید. به عنوان مثال، در آلمان سیاست مالیاتی و الزامات انتشار تا همین اواخر از توسعه بازارهای اوراق بهادار تسجاری و اوراق قرضه خصوصی جلوگیری می‌کرد. به طور کلی، قانونگذاران تقریباً در همه کشورهای اروپایی از انتشار اوراق قرضه شرکتهای رتبه پایین ممانعت کرده‌اند. با توجه به پایگاه سرمایه‌گذاران، اوراق قرضه شرکتها تا حد زیادی ناهمگن هستند (در میان منتشرکنندگان مختلف و همچنین، در میان انتشارات منتشرکنندگان یکسان) و هزینه‌های ارزیابی ریسک نیز بالاست. بنابراین، بازارهای اوراق قرضه شرکتها به پایگاه بزرگ سرمایه‌گذاران نهادی نیاز دارند که به احتمال زیاد، این پایگاه بتدریج در سطح اروپا توسعه خواهد یافت.

علاوه بر این، فرهنگ کنونی تامین مالی بانکی در اروپا ممکن است مانع توسعه بازارهای اوراق قرضه و سهام در اروپا باشد، همان‌گونه که قبلاً در ژاپن بود.

بازارهای سهام

اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا، رشد رقابت، ادغام و نوآوریهای فنی راکه شکل‌دهنده بازارهای سهام در سالهای اخیر بوده است، تسریع خواهد کرد. در اواخر دهه ۱۹۸۰ بورس لندن (بزرگترین بازار سهام اروپا) با ایجاد بازار معامله‌گران سهام غیرانگلیسی^{۱۰} (SEAQ-1) که از بازار معامله‌گران لندن جدا بود، خرید و فروش سهام اروپایی غیرانگلیسی را تحریک نمود. از اوایل دهه ۱۹۹۰، مبادلات اروپایی سهم چشمگیری از معامله با بازارهای حراج الکترونیکی جدید را بخصوص در پاریس و فرانکفورت، کم کرده و اهمیت بازار معامله‌گران سهام غیرانگلیسی را نیز کاهش داده است. با وجود این، معامله‌گران لندن

هنوز منبع اصلی نقدینگی برای معاملات بزرگ تعداد قابل توجهی از سهام اروپایی هستند.

در کنار رایانه‌ای کردن و اجرای رهنمودهای خدمات سرمایه‌گذاری اتحادیه اروپا به کارگیری واحد پول اروپایی می‌تواند به توسعه بازار سهام مرغوب اروپایی در چارچوب نظامی منجر شود که معاملات را به صورت خودکار انجام می‌دهد. با این حال، هزینه‌های مبادلاتی چنین نظامی باید با هزینه‌های مبادلاتی نظامهای مبادلاتی اختصاصی قابل رقابت باشد. بورسهای ملی می‌توانند با تخصص پیدا کردن در مبادله سهام شرکتهای با سرمایه اندک، به حیات خود ادامه دهند. مبادلات محلی در صورتی می‌توانند ادامه یابند که امنیت محلی، نظام تسویه حسابها و نظام مالیاتی متفاوت باشند.

بازار ابزارهای مشتقه^{۱۱}

اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا بر ۱۶ قرارداد آتی و اختیار معامله اروپایی نیز تاثیر خواهد گذاشت. اگر نرخهای بهره فقط براساس واحد پول اروپایی باشند، قرارداد ابزارهای مشتقه کمتری وجود خواهد داشت. این امر احتمالاً باعث ایجاد رقابت بین ۳ بورس بزرگ، در جهت تقویت آنها خواهد شد - بورس قراردادهای آتی مالی

بین‌المللی

لندن^{۱۲} (LIFFE)،

بورس قراردادهای آتی

آلمان^{۱۳} (DTB) و بورس

قراردادهای آتی

بین‌المللی

فرانسه^{۱۴} (MATIF) - هر

چند که ممکن است بورسهای کوچک تلاش کنند پیوندهای فنی و روبه‌های تسویه مشترکی ایجاد نمایند.

با توجه به تخصص بورس قراردادهای آتی بین‌المللی فرانسه و بورس قراردادهای

آتی مالی بین‌المللی لندن در قراردادهای مبتنی بر نرخ بهره، احتمالاً بیشتر از همه تحت تاثیر قرار خواهند گرفت. بورس قراردادهای آتی آلمان قادر خواهد بود در زمینه مزیت فنی خود سرمایه‌گذاری کند. بورس قراردادهای آتی آلمان این مزیت را مدیون نظام تمام الکترونیکی خود است به نحوی که تقریباً به یک سوم اعضایش این امکان را می‌دهد که از محل کار خود در خارج از آلمان نیز معامله کنند. شعبه فرانکفورت آلمان نیز می‌تواند به آن وضعیت رقابتی مطلوبی دهد. در حالی که بورس قراردادهای آتی مالی بین‌المللی لندن تقریباً از توانایی الکترونیکی خوبی برخوردار است، بورس قراردادهای آتی بین‌المللی فرانسه به دلیل ناتوانی در قطعی کردن پیوند با بورس قراردادهای آتی آلمان در وضع نامساعدی قرار می‌گیرد. با این حال، اگر بریتانیا به اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا نپیوندد، ممکن است موقعیت رهبری فعلی بورس قراردادهای آتی مالی بین‌المللی لندن از بین برود. بورس قراردادهای آتی بین‌المللی فرانسه می‌توانست از این واقعیت سود ببرد که دولت فرانسه از سال ۱۹۸۹ به طور فعال اوراق قرضه برحسب واحد پول اروپایی انتشار داده است و از این لحاظ، وام‌گیرنده پیشرو برحسب واحد پول اروپایی تلقی می‌شود.

تحرك سرمایه در

کشورهای عضو اتحادیه

اروپا به دلیل همگرایی

سیاستهای اقتصادی

کلان تسهیل شده است.

مستقیمترین تاثیر اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا برای ساختار قراردادهای ابزارهای مشتقه، حذف ابزارهای مشتقه براساس پول رایج

میان کشورهای عضو خواهد بود. اگر اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا با کشورهای اصلی دارای ساز و کار نرخ ارز^{۱۵} تشکیل شود، تاثیر منفی بر حجم مبادلات کمتر خواهد شد، زیرا مبادله

ابزارهای مشتقه براساس پول رایج کشورهای اصلی نسبتاً محدود است. قراردادهای با حجم بالا بین پولهای رایج اصلی و غیراصولی، به قراردادهای بین پولهای غیراصولی و واحد پول اروپا تبدیل خواهند شد و قراردادهای میان دلار، ین و مارک اندکی تحت تاثیر قرار خواهند گرفت. این حالت با جایگزین شدن واحد پول اروپایی برای پولهای رایج اروپایی صورت می‌گیرد. اما اگر اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا حجم مبادله و جریان سرمایه را برحسب واحد پول اروپایی افزایش دهد، تقاضا برای ابزارهای مشتقه براساس پول رایج افزایش پیدا می‌کند.

بعد از آغاز به کار اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا، در عین حال که قراردادهای پولهای رایج شرکت‌کننده از نظر کیفیت کاملاً هم‌تراز می‌شوند، بازار نرخ بهره معاوضه‌ای^{۱۶} باید بزرگتر و نقدینه‌تر شود. افزایش نقدینگی، استفاده از مبادلات معاوضه‌ای خارج از نظام بانکی را افزایش خواهد داد. اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا تقاضا برای قراردادهای اختیار معامله را به واسطه تفاوت‌های نرخ بهره افزایش می‌دهد و این امکان را فراهم می‌آورد که سرمایه‌گذاران شکاف ریسک اعتباری میان کشورهای که اوراق قرضه بالایی منتشر کرده‌اند و واحد پول اروپا را پوشش دهند. قراردادهای مبتنی بر شکاف نرخ بهره هم می‌توانند برای اوراق قرضه خصوصی توسعه پیدا کنند.

در مورد بازار قراردادهای آینده اوراق قرضه مشکل است بدانیم که آیا بازار قرارداد آتی برای تک‌تک اوراق قرضه ملی کشورها را تقاضا خواهد کرد، یا اینکه قرارداد آتی کلی‌ای پدید خواهد آمد. این مسئله به نوسان شکاف اعتباری میان انتشارات ملی مختلف بستگی دارد. اگر شکافها باثبات باشند، ریسک پایه پایین می‌تواند باعث شود که بازار، قراردادهای آتی منحصر به فرد

نقدینه ۱۰ ساله‌ای را توسعه دهد که به قراردادهای آتی اوراق قرضه خزانه آمریکا شباهت دارد. در غیر این صورت، طیف گسترده‌ای از قراردادهای آتی برای تک‌تک کشورها وجود خواهد داشت. انتخاب اوراق قرضه قابل انتقال نیز مهم خواهد بود. اگر دو یا چند اوراق قرضه ملی برای یک قرارداد آتی اوراق قرضه کلی قابل انتقال باشد، این قرارداد آتی، اوراق قرضه‌ای را ترجیح خواهد داد که انتقال آن کمترین هزینه را داشته باشد و نقدینگی ایجاد کند که معادل اوراق قرضه با کیفیت بالا باشد.

نتیجه‌گیری

با کاهش هزینه‌های معاملات و برطرف شدن ریسک پول بی‌ثبات از هزینه‌های تامین مالی اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا، به‌کارگیری واحد پول اروپایی می‌تواند به اعتماد بیشتری به تامین مالی مستقیم در بازارهای سرمایه اروپا منتج شود. همچنانکه سرمایه‌گذاران و منتشرکنندگان اوراق قرضه و سهام بر اجزای بی‌ثبات‌تر ریسک و قیمتگذاری داراییها تمرکز می‌کنند، فرهنگ پول اروپا به فرهنگ ریسک اعتباری تبدیل می‌شود. وام‌گیرندگان تلاش خواهند کرد هزینه‌های تامین مالی خود را از طریق بهبود رتبه‌بندی اعتباری و وام‌گرفتن در محلهایی با نازلترین هزینه کاهش دهند. وام‌دهندگان سعی خواهند کرد ریسک اعتباری و ارزش داراییها را به‌طور دقیقتر ارزیابی کنند و سایر اجزای ریسک را هم در نظر بگیرند. اگر طرحهای مرسوم برای اصلاح ساختار مالی اجرا شوند، منبع عظیمی از وجوه قابل سرمایه‌گذاری (مانند وجوه بازنشستگی، بیمه‌های اجتماعی و بیمه‌های عمر) از بخش عمومی به بازارهای سرمایه اروپا (و شاید، بازارهای بین‌المللی) جریان پیدا خواهد کرد.

تغییرات ساختاری که در بازارهای مالی

اروپا در نتیجه اتحاد اقتصادی و پولی و سایر پیشرفته‌ها صورت خواهد گرفت، تاثیر مهمی بر مجموعه سرمایه‌گذاری^{۱۷} بین‌المللی و جریانهای سرمایه خواهد گذاشت. تا جایی که واحد پول اروپایی به عنوان ذخیره ارزش با ثبات در نظر گرفته شود، نقش مهمی به عنوان پول ذخیره ارزش خواهد داشت. در واقع، این نقش می‌تواند مهمتر از نقشهای مرکب پولهای قبلی اعضای اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا باشد. این امر، واحد پول اروپا را بعد از دلار، مهمترین پول ذخیره ارزش در سطح جهان خواهد کرد. اینکه آیا واحد پول اروپا نقش برجسته‌ای در معاملات مالی و تجاری بین‌المللی ایفا خواهد کرد یا نه، چندان مشخص نیست، اما این کار براحتمالاً امکانپذیر است. این احتمال وجود دارد که با یکپارچگی بیشتر بازارها در محدوده اتحادیه اقتصادی و پولی اروپا، سرمایه بیشتری به طرف حوزه واحد پول اروپا جریان پیدا کند یا از آن خارج شود.

پی‌نوشت:

- 1- European Economic & Monetary Union (EMU)
- 2- European Union (EU)
- 3- Securitization
- 4- Spot Transaction
- 5- European System of Central Banks (ESCB)
- 6- European Central Bank (ECB)
- 7- National Central Banks (NCBs)
- 8- Repurchase Agreements (repos)
- 9- Home - Currency Market
- 10- Dealer Market for Non-Uk Stocks
- 11- Derivatives Markets
- 12- London International Financial Futures Exchange (LIFFE)
- 13- Deutsche Terminborse (DTB)
- 14- Marche a Terme Internationale de France (MATIF)
- 15- Exchange Rate Mechanism (ERM)
- 16- Swap
- 17- Portfolio

منبع:

Finance & Development Sep 1997