

PRZEMYSŁAW PANFIL

INTEGRACJA RYNKÓW DŁUŻNYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH PAŃSTW STREFY EURO W DOBIE KRYZYSU

WSTĘP

U podstaw procesów makroekonomicznych leży zazwyczaj wiele czynników, których długotrwałe oddziaływanie prowadzi do określonych przeobrażeń w życiu gospodarczym poszczególnych społeczności, państw, jak i całego świata. Nie inaczej jest z kryzysami gospodarczymi, których nadejście baczny obserwator może przewidzieć z dużym wyprzedzeniem. Poza sporadycznymi wypadkami¹ trudno więc wskazać jakiś moment, który wyznaczałby początek kryzysu. Podawane w tym zakresie daty mają czysto umowny charakter. Jako przykład można tutaj przywołać 24 października 1929 roku (czarny czwartek), kiedy to doszło do krachu na giełdzie nowojorskiej, czy też 15 września 2008 roku, czyli dzień upadłości banku Lehman Brothers. Umowną datą obecnego kryzysu zadłużeniowego w Europie może być natomiast 23 kwietnia 2010 roku, kiedy to Grecja, nie mogąc refinansować swojego zadłużenia na rynku finansowym, zwróciła się o pomoc do pozostałych członków strefy euro. Od tego momentu sytuacja w strefie euro ulega stałemu pogorszeniu, co stanowi realne zagrożenie dla wielkiego europejskiego projektu, jakim jest integracja walutowa. Poważne obawy rodzi przy tym fakt, że dotychczas nie tylko nie udało się powstrzymać rozprzestrzeniania się kryzysu na kolejne państwa, ale nawet uzyskać konsensusu politycznego co do dalszego planu działania. W tym ostatnim wypadku jedną z najczęściej dyskutowanych koncepcji jest dalsza integracja rynku rządowych instrumentów dłużnych państw strefy euro. Miałaby ona opierać się na powołaniu do życia euroobligacji, czyli papieru wartościowego, którego wykup byłby gwarantowany przez wszystkich członków

¹ Chodzi tutaj przykładowo o kryzysy spowodowane przez katastrofy naturalne lub konflikty zbrojne.

Unii Gospodarczo-Walutowej². Co ciekawe, jest to powrót do koncepcji, która pojawiła się już w 2000 roku. Biorąc pod uwagę daleko idące skutki ewentualnego utworzenia euroobligacji, zagadnienie to zasługuje na bliższą analizę.

WPROWADZENIE EURO A RYNEK RZĄDOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Dnia 1 stycznia 1999 roku, w związku z powołaniem do życia jednolitego obszaru walutowego, powstał w Europie rynek rządowych papierów dłużnych nominowanych w euro. Okoliczność ta wywarła istotny wpływ na warunki zaciągania zobowiązań finansowych przez państwa biorące udział w procesie integracji walutowej. W szczególności doprowadziła do obniżenia rentowności rządowych papierów dłużnych emitowanych przez kraje członkowskie strefy euro. Przeobrażenia te obrazuje rys. 1. Przedstawiono na nim zmiany rentowności 10-letnich obligacji skarbowych emitowanych przez Niemcy oraz Grecję i Włochy. Te dwa ostatnie państwa zaliczane są do tzw. klubu śródziemnomorskiego³. Instrumenty dłużne emitowane przez wchodzące w jego skład kraje charakteryzowały się przed rozpoczęciem integracji walutowej dużą, jak na warunki Unii Europejskiej, rentownością. Dla porównania na rys. 1 przedstawiono także zmiany w rentowności papierów wartościowych emitowanych przez Wielką Brytanię. W okresie od 2003 do 2007 roku była ona wyższa nie tylko od rentowności instrumentów dłużnych emitowanych przez Niemcy, ale także przez Grecję i Włochy. Rentowność papierów tych ostatnich państw była przy tym zbliżona do rentowności papierów emitowanych przez Danię i Szwecję, a więc dwa inne kraje starej „piętnastki”, które nie weszły do Unii Gospodarczo-Walutowej. Jest to o tyle zaskakujące, że państwa te miały zgoła odmienne wyniki fiskalne. W latach 2003–2007 deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych Grecji zamykał się w przedziale od 5,2 do 7,5% PKB, a Włoch od 1,6 do 3,5% PKB⁴. Natomiast Dania przez cały ten okres miała nadwyżkę budżetową od 0,1 do 5,2% PKB, Szwecja zaś jedynie w 2003 roku odnotowała deficyt na poziomie 1% PKB. Co również istotne, Dania,

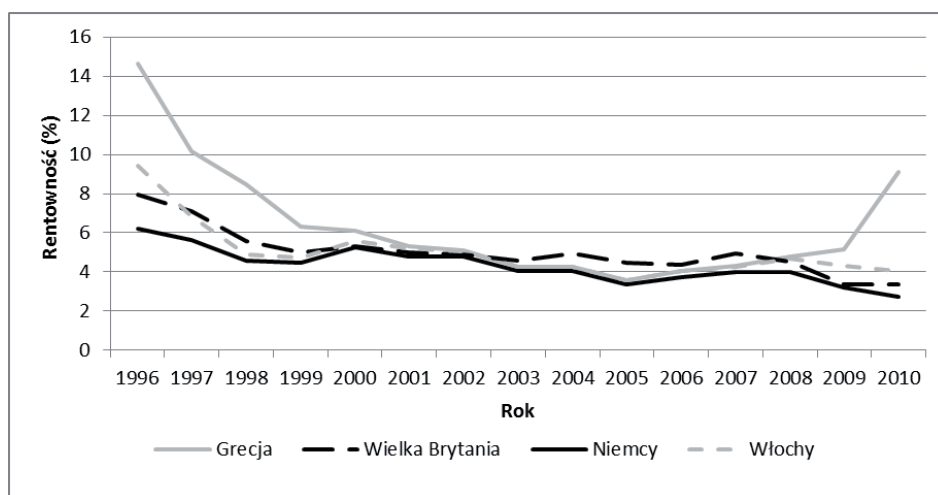
² Należy przy tym podkreślić, że dotychczas pod pojęciem euroobligacji kryły się instrumenty dłużne emitowane poza rynkiem kraju, w którego walucie były nominowane (np. obligacje nominowane w USD i sprzedawane na rynku europejskim).

³ Oprócz Grecji i Włoch klub śródziemnomorski obejmuje także Hiszpanię i Portugalię.

⁴ Wszystkie dane statystyczne prezentowane w tekście pochodzą ze strony internetowej Eurostatu: <http://ep.eurostat.ec.europa.eu> (data dostępu: 25.09.2011).

Szwecja i Wielka Brytania miały taką samą ocenę wiarygodności kredytowej co Niemcy, a więc dużo wyższą od ratingu Grecji i Włoch⁵.

Obniżenie rentowności papierów wartościowych państw biorących udział w integracji walutowej pozytywnie wpłynęło na ich sytuację finansową. Doszło bowiem do obniżenia oprocentowania, jakie należało wypłacać nabywcom tych papierów, a tym samym ponoszonych w przyszłości kosztów obsługi zaciągniętych w ten sposób zobowiązań. Pozwoliło to na tańsze finansowanie tzw. potrzeb pożyczkowych, czyli zapotrzebowania na środki pieniężne niezbędne do pokrycia deficytu budżetowego i refinansowania zadłużenia. Wydaje się, że zmiana ta miała także swoje negatywne konsekwencje, które w pewnej mierze tkwią u podstaw dzisiejszego kryzysu zadłużeniowego. Możliwość łatwego i taniego finansowania potrzeb pożyczkowych zmniejszyła bowiem determinację władz fiskalnych niektórych państw do przeprowadzenia reformy sektora instytucji rządowych i samorządowych. Wraz ze spadkiem rentowności emitowanych papierów wartościowych zadłużenie zaczęło w coraz mniejszym stopniu oddziaływać na bieżącą pozycję budżetową tych państw.



Rysunek 1. Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wybranych państw członkowskich Unii Europejskiej w latach 1996–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie internetowej Eurostatu: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> z 25.09.2011 r.

⁵ Przykładowo w sierpniu 2006 r. agencja ratingowa Standard & Poor's oceniała wiarygodność kredytową Danii, Szwecji, Wielkiej Brytanii i Niemiec na poziomie AAA, natomiast Włoch i Grecji odpowiednio na poziomie AA- oraz A. Por. *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2007–09*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009, s. 48.

Utworzenie jednolitego obszaru walutowego doprowadziło także do zmniejszenia spreadu między papierami wartościowymi emitowanymi przez Niemcy a instrumentami emitowanymi przez inne kraje należące do tego obszaru. Od 1999 do 2007 roku nie przekraczał on zasadniczo 50 punktów bazowych, gdy w pierwszej połowie lat 90. okresowo osiągał nawet 700 punktów⁶. Największą zbieżność rentowności odnotowano w 2007 roku. Gdyby pominąć w analizie Słowenię⁷, która w tym roku weszła dopiero do strefy euro, to rentowność 10-letnich obligacji⁸ emitowanych przez pozostałe państwa biorące udział w integracji walutowej zamykała się w bardzo wąskim paśmie od 4,02 (Niemcy) do 4,29% (Grecja). W tym samym roku spread papierów emitowanych przez Wielką Brytanię do niemieckich instrumentów dłużnych wyniósł aż 92 punkty bazowe.

U podstaw zmian, do jakich doszło na rynku rządowych instrumentów dłużnych państw strefy euro po 1 stycznia 1999 roku, leży wiele czynników. Szczególne znaczenie należy jednak przypisać dwóm z nich. Wprowadzenie wspólnej waluty pozwoliło wyeliminować ryzyko kursowe, które obciążało dotychczas decyzje podejmowane przez inwestorów. Dodatkowo, wszystkie instrumenty emitowane przez członków Unii Gospodarczo-Walutowej bazują obecnie na jednolitej stopie referencyjnej rynku pieniężnego, ustalonej przez Europejski Bank Centralny. Pozostaje ona przy tym na niższym poziomie niż stopy stosowane w latach 90. przez banki centralne większości państw biorących udział w integracji walutowej. Z czasem coraz większą rolę zaczął także odgrywać proces integracji rynku rządowych papierów dłużnych członków strefy euro. Przyczynił się on między innymi do harmonizacji przepisów podatkowych w zakresie opodatkowania dochodów z odpłatnego zbycia papierów wartościowych, wprowadzenia wspólnego kalendarza emisji instrumentów dłużnych, a także standaryzacji ich konstrukcji oraz organizacji rynku pierwotnego⁹.

Czynniki te nie pozwoliły całkowicie wyeliminować różnicy w rentowności papierów wartościowych emitowanych przez kraje członkowskie strefy euro. W okresie poprzedzającym kryzys finansowy wynikała ona z dwóch powodów. Po pierwsze, niektóre kraje charakteryzowały się wyższym ryzykiem kredytowym, czyli większym prawdopodobieństwem, że w przyszłości będą mieć problem ze spłatą swojego zadłużenia. Ryzyko to wyceniane jest przede wszystkim przez pryzmat stanu sektora instytucji rządowych i samorządowych danego kraju. Istotne znaczenie ma tutaj nie tylko poziom deficytu i zadłużenia, ale także war-

⁶ *Danish Government Borrowing and Debt 2006*, Danmarks Nationalbank, Copenhagen 2007, s. 128.

⁷ W przypadku tego kraju rentowność wyniosła 4,54%.

⁸ Chodzi tutaj o przeciętną roczną rentowność tych instrumentów.

⁹ K. Marchewka-Bartkowiak, *Rynek skarbowych papierów wartościowych w strefie euro*, [w:] *Europejska integracja monetarna od A do Z*, NBP, Warszawa 2009, s. 224.

tość takich wskaźników związanych z długiem, jak ATM, ATR czy też duracja. To właśnie z tego powodu najwyższą rentowność miały instrumenty emitowane przez Grecję, Portugalię i Włochy, czyli kraje o najniższym ratingu kredytowym. Drugim czynnikiem, który tłumaczy występowanie spreadu między papierami emitowanymi przez poszczególne państwa członkowskie strefy euro, jest różna płynność tych instrumentów¹⁰.

PLANY INTEGRACJI RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH

W momencie powstania rynek rządowych papierów wartościowych nominowanych w euro był porównywalny do rynku instrumentów dłużnych emitowanych przez rząd USA, zarówno pod względem wielkości, jak i wolumenu emisji¹¹. W odróżnieniu od rynku amerykańskiego od samego początku miał on jednak charakter zdecentralizowany. Zarządzanie długiem publicznym pozostawiono bowiem w gestii poszczególnych państw członkowskich Unii Gospodarczo-Walutowej¹². Już na etapie projektowania strefy euro istniała świadomość problemów, jakie może przynieść to rozwiązanie. Obawiano się w szczególności dużej fragmentaryzacji rynku związanej z emisją wielu serii obligacji przez emitentów posiadających różną wiarygodność kredytową oraz gorszego traktowania przez inwestorów małych emitentów, których papiery dłużne charakteryzowałyby się niewielką płynnością. Problematyka ta stała się przedmiotem raportu tzw. Grupy Giovanniniego, który powstał na zlecenie Komisji Europejskiej i został opublikowany w 2000 roku¹³. W dokumencie tym przedstawiono cztery możliwe etapy integracji rynku papierów dłużnych emitowanych przez kraje członkowskie strefy euro.

W myśl raportu pierwszy etap integracji opiera się na koordynacji technicznych aspektów emisji długu. Tym samym obejmuje porozumienie państw członkowskich o stworzeniu wspólnego kalendarza emisji dłużnych papierów wartościowych, zastosowaniu identycznych kuponów i terminów zapadalności tych instrumentów oraz wprowadzeniu wspólnego systemu dealerów rynku pierwotnego i systemu depozytowo-rozliczeniowego. Drugi etap zakłada utworzenie euroobligacji, a więc wspólnego instrumentu dłużnego opierającego się

¹⁰ *Danish Government...*, s. 127–136.

¹¹ *Ibidem*, s. 130.

¹² W zależności od przyjętych ram instytucjonalnych polityka zarządzania długiem publicznym należy do kompetencji jednego z ministrów, specjalnie w tym celu powołanej agencji zarządzania długiem lub też banku centralnego.

¹³ *Co-ordinated public debt issuance in the euro area. Report of the Giovannini Group*, European Commission, Brussels 2000.

na odrębnych gwarancjach państw biorących udział w procesie integracji walutowej. Poszczególnym krajom przysługuje prawo emisji papierów wartościowych w ramach ściśle określonych transzy. Jednocześnie gwarantują one wykup instrumentów wyemitowanych wyłącznie w ramach tego limitu. Nie biorą więc na siebie odpowiedzialności za zobowiązania zaciągnięte przez pozostałych członków Unii Gospodarczo-Walutowej. Należy podkreślić, że celem pierwszego, jak i drugiego etapu integracji rynku dłużnych papierów wartościowych jest zwiększenie płynności poszczególnych emisji, szczególnie małych emitentów. Nie mają one natomiast wpływu na ryzyko kredytowe. Niemniej uzyskanie wyższej płynności dzięki emisji euroobligacji byłoby możliwe tylko wtedy, gdyby papiery wartościowe emitowane w ramach poszczególnych transzy miały identyczną charakterystykę. Tym samym wszyscy emitenci powinni mieć taką samą wiarygodność kredytową.

Trzeci etap integracji rynku rządowych papierów wartościowych opiera się na koncepcji stworzenia euroobligacji objętej wspólną gwarancją wszystkich państw członkowskich Unii Gospodarczo-Walutowej. Wykorzystanie tego instrumentu pozwalałoby rozwiązać problem nie tylko różnej płynności papierów emitowanych przez poszczególne państwa, ale także odmiennej wyceny związanego z nimi ryzyka kredytowego. Wprowadzenie euroobligacji objętej wspólną gwarancją wszystkich państw członkowskich wymagałoby uprzedniego rozwiązania wielu kwestii natury technicznej. Rozwiązanie to budzi także pewne wątpliwości natury prawnej. W raporcie Grupy Giovanniniego podkreślono, że wprowadzenie euroobligacji objętej gwarancją państw strefy euro byłoby sprzeczne z treścią art. 125 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz. Urz. C083 z 30.03.2010 r., s. 47). Zgodnie z tym przepisem państwa członkowskie nie odpowiadają za zobowiązania innych państw członkowskich ani też ich nie przejmują. Tym samym wprowadzenie euroobligacji w omawianym kształcie wymagałoby zmiany Traktatu, do czego niezbędna byłaby zgoda wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej. Nie jest to jednak takie oczywiste, jeżeli weźmie się pod uwagę charakter gwarancji. Gwarant nie ponosi odpowiedzialności majątkowej za zobowiązania innych podmiotów, ale za własne zobowiązania, wynikające z udzielonej gwarancji. W prawie nowożytnym umowa gwarancyjna została przy tym ukształtowana jako umowa samoistna. Oznacza to, że ważność gwarancji oraz jej zakres nie jest zdeterminowany zakresem, a nawet istnieniem długu podstawowego¹⁴.

Ostatni etap integracji obejmuje powołanie do życia ponadnarodowej instytucji zajmującej się emisją euroobligacji. Byłoby to jednak możliwe wyłącznie

¹⁴ G. Tracz, *Umowa gwarancji*, Zakamycze 1998, s. 134.

w sytuacji, w której wszystkie państwa biorące udział w integracji walutowej wypełniałyby co najmniej zobowiązania wynikające z Paktu Stabilności i Wzrostu.

SKUTKI KRYZYSU FINANSOWEGO NA RYNKU RZĄDOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH

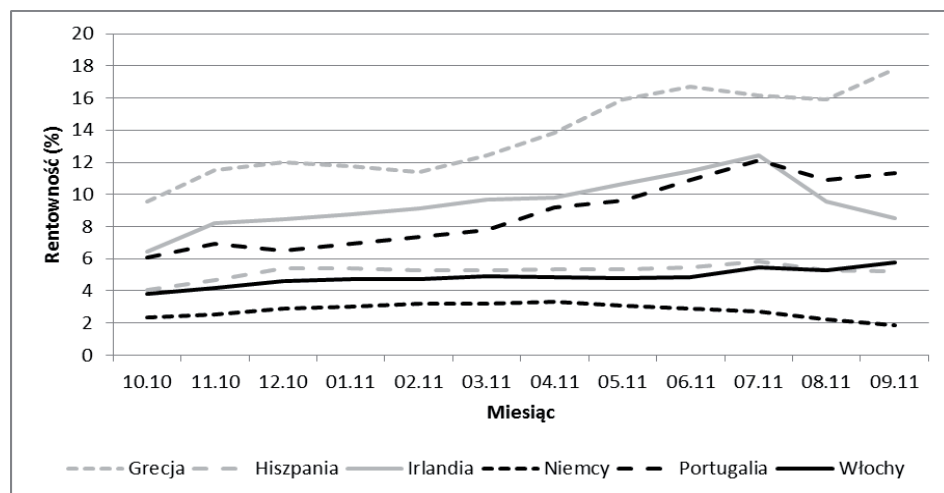
Obecny kryzys zadłużeniowy, w którego centrum znajduje się Irlandia oraz kraje klubu śródziemnomorskiego, jest w oczywisty sposób związany z kryzysem finansowym, którego źródła można doszukiwać się w zapaści na amerykańskim rynku pożyczek hipotecznych, do jakiej doszło w 2007 roku. Doprowadził on do spadku PKB we wszystkich krajach strefy euro. Za sprawą automatycznych stabilizatorów gospodarki przełożyło się to na pogorszenie pozycji budżetowej tych państw. Siła tego czynnika była jednak uzależniona od sytuacji, w jakiej znajdowały się finanse publiczne danego kraju w chwili wybuchu kryzysu. Najgorzej pod tym względem przedstawiała się sytuacja Grecji i Portugalii. Kraje te nawet w okresie najlepszej koniunktury gospodarczej nie były w stanie osiągnąć nie tylko stanu zbliżonego do równowagi, ale chociażby zejść poniżej wartości referencyjnej deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych wyznaczonej przez fiskalne kryteria konwergencji. Niewiele lepiej przedstawiała się sytuacja Włoch. Odzwierciedleniem tego stanu rzeczy był stosunkowo niski poziom ocen ratingowych tych trzech państw.

Inaczej przedstawiał się proces rozwoju kryzysu zadłużeniowego w Irlandii i Hiszpanii. Jeszcze w 2007 roku oba państwa miały nadwyżkę sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz stosunkowo niski poziom długu publicznego. Irlandia stosowała jednak bardzo liberalne zasady nadzoru nad rynkiem finansowym, co spowodowało uwikłanie się irlandzkich banków w „złe kredyty”. W efekcie w 2010 roku rząd musiał przeznaczyć na ratowanie sektora bankowego środki finansowe odpowiadające 20% PKB, a deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych sięgnął rekordowego poziomu 32% PKB. Natomiast w przypadku Hiszpanii źródłem problemów fiskalnych jest przede wszystkim strona dochodowa. W okresie poprzedzającym kryzys finansowy duża część wpływów podatkowych była związana z sektorem budowlanym. Kryzys w tej gałęzi gospodarki przyczynił się więc do istotnego pogorszenia sytuacji finansowej tego kraju. Problem potęguje skala i głębokość załamania, do jakiego doszło w hiszpańskiej gospodarce.

Ostatecznie problemy finansowe Irlandii oraz państw klubu śródziemnomorskiego spowodowały obniżenie ich wiarygodności kredytowej. O ile jeszcze w 2008 roku dłużne papiery wartościowe tych państw były zaliczane do kategorii instrumentów inwestycyjnych, o tyle we wrześniu 2011 roku status taki posiadały

tylko papiery włoskie i hiszpańskie, aczkolwiek nawet w tym przypadku doszło do pewnego obniżenia ratingu. Obecnie najgorzej przedstawia się sytuacja Grecji, której papiery mają status instrumentów śmieciowych, natomiast papiery emitowane przez Portugalię i Irlandię zaliczane są do kategorii spekulacyjnej¹⁵.

Obniżenie ratingu kredytowego Irlandii i państw klubu śródziemnomorskiego doprowadziło do wzrostu rentowności emitowanych przez te kraje papierów wartościowych. Bardzo dynamiczne zmiany w tym zakresie są prezentowane na rys. 2. Dostrzegalna jest przy tym silna korelacja między rentownością a kategorią, do jakiej zaliczane są instrumenty dłużne danego kraju. We wrześniu 2011 roku najwyższą rentowność, sięgającą prawie 18%, miały papiery emitowane przez Grecję (status śmieciowy). Rentowność instrumentów pozostałych państw układa się w dwie pary. Jedną tworzą Portugalia i Irlandia (status spekulacyjny), drugą Hiszpania i Włochy (status inwestycyjny). Dla porównania na rys. 2 przedstawiono także zmiany w rentowności instrumentów emitowanych przez Niemcy, posiadające najwyższą ocenę wiarygodności kredytowej na poziomie AAA. Kraj ten jest pod pewnymi względami beneficjentem przeobrażeń, do jakich dochodzi na rynku dłużnych papierów wartościowych nominowanych w euro. Spadek rentowności instrumentów emitowanych przez ten kraj można tłumaczyć aktualnymi preferencjami inwestorów, którzy poszukują bezpiecznych i płynnych papierów dłużnych.



Rysunek 2. Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wybranych państw członkowskich Unii Europejskiej w okresie listopad 2010 roku – październik 2011 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie internetowej Eurostatu: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> z 25.09.2011 r.

¹⁵ Więcej na temat poszczególnych kategorii papierów wartościowych: P. Panfil, *Prawne i finansowe uwarunkowania długu Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 213.

Obecna sytuacja obrazuje także pewne niebezpieczeństwo, jakie dla emitentów instrumentów dłużnych niesie ze sobą proces integracji walutowej. W przypadku państw posiadających własną walutę istnieją mechanizmy, które chociaż częściowo kompensują spadek zaangażowania inwestorów zagranicznych w krajowy rynek finansowy. Podmioty, które wycofują się z tego rynku, posiadają duże ilości waluty krajowej uzyskanej z tytułu sprzedaży instrumentów dłużnych. Wymiana tych środków na walutę zagraniczną zwiększa płynność na rynku krajowym i prowadzi do spadku kursu walutowego, co podnosi konkurencyjność danej gospodarki. Mechanizmy te nie działają wewnątrz jednolitego obszaru walutowego, w którym inwestor może sprzedać aktywa nominowane w euro i uzyskaną z tego tytułu kwotę transferować w całości do innego państwa.

EUROOBLIGACJA A KRYZYS ZADŁUŻENIOWY

Pomysł powołania do życia euroobligacji powrócił wraz z zaostreniem się kryzysu zadłużeniowego. Należy zauważyć, że w przypadku takich państw, jak Hiszpania czy Włochy, jego źródłem jest nie tyle drastyczne pogorszenie się wskaźników fiskalnych, ile istotny spadek popytu na emitowane przez nie papiery wartościowe, połączony ze wzrostem ich rentowności. W związku z tym euroobligacja miałaby umożliwić takim krajom tańsze finansowanie ich potrzeb pożyczkowych, a tym samym zmniejszyć wpływ zadłużenia na bieżącą pozycję budżetową. Należałoby więc przejść na trzeci etap integracji opisany w raporcie Grupy Giovanniniego, który opiera się na koncepcji emisji wspólnego instrumentu dłużnego objętego gwarancjami wszystkich państw członkowskich strefy euro¹⁶. Zasadność zastosowania tego rozwiązania w obecnej sytuacji gospodarczej budzi jednak daleko idące zastrzeżenia.

Powołanie do życia euroobligacji miałyby daleko idący wpływ na kształt rynku dłużnych papierów wartościowych państw strefy euro. Wewnątrz tego rynku doszłoby do powstania nowego segmentu opartego na wspólnej obligacji¹⁷. Rozmiar tego segmentu i jego bardzo duża płynność mogłaby zapewnić mu przewagę konkurencyjną w stosunku do rynku dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez inne kraje. Przekładałoby się to na wzrost znaczenia euro jako światowej

¹⁶ Osiągnięcie drugiego poziomu integracji, w której poszczególne państwa gwarantują wykup euroobligacji wyemitowanych w ramach przysługujących im transz, nie odniosłoby większych skutków. Jest to bowiem rozwiązanie nastawione na wzrost płynności, a nie redukcję ryzyka kredytowego.

¹⁷ Segment ten powstałby wewnątrz rynku instrumentów dłużnych, gdyż koncepcja euroobligacji nie wyklucza możliwości emitowania przez poszczególne państwa członkowskie strefy euro także własnych papierów wartościowych.

waluty rezerwowej. Jednocześnie duży popyt na euroobligacje, zgłaszany chociażby przez banki centralne, pozytywnie wpływałby na ich rentowność, która mogłaby być zbliżona do rentowności dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez Niemcy¹⁸. Taki rozwój wypadków, możliwy zapewne jeszcze w 2008 roku, wydaje się jednak obecnie mało prawdopodobny. Opiera się bowiem na założeniu, że euroobligacja miałaby najwyższą ocenę wiarygodności kredytowej. Natomiast zgodnie z metodologią oceny papierów wartościowych emitowanych przez kilka podmiotów publicznych instrumenty takie mają wiarygodność na poziomie odpowiadającym ratingowi najgorzej ocenianego podmiotu. Obecnie w strefie euro takim podmiotem jest Grecja, której dłużne papiery wartościowe mają status śmieciowy. Wydaje się, że euroobligacji nie grozi aż tak niski rating, ale można mieć wątpliwości, czy otrzymałaby ona ocenę na poziomie AAA, szczególnie w kontekście problemów finansowych takich krajów członkowskich, jak Włochy czy Hiszpania. Niższy rating tych instrumentów, a więc związane z tym większe ryzyko kredytowe konsumowałoby częściowo korzyści wynikające z dużej płynności tego segmentu rynku. Ostatecznie rentowność euroobligacji pozostawałaby na stosunkowo wysokim poziomie, w szczególności w porównaniu do rentowności papierów emitowanych przez Niemcy. Według niektórych szacunków roczne koszty obsługi zadłużenia tego kraju wzrosłyby w związku z tym od 33 do 45 mld euro¹⁹. W tym kontekście euroobligacja mogłaby doprowadzić do rozszerzenia się kryzysu, pogarszając pozycję budżetową państw korzystających dotychczas z najwyższych lub stosunkowo wysokich ocen ratingowych²⁰. Jest to o tyle prawdopodobne, że skala pomocy udzielanej krajom zagrożonym bankructwem przez Francję i Niemcy już w chwili obecnej rodzi ryzyko obniżenia w przyszłości ich wiarygodności kredytowej.

Wprowadzenie euroobligacji pozwoliłoby zwiększyć płynność niektórych członków strefy euro, a tym samym dać im dodatkowy czas na przeprowadzenie reformy sektora instytucji rządowych i samorządowych. Omawiany instrument nie jest jednak czynnikiem, który mógłby zwiększyć determinację państw do podjęcia takich działań. Wg raportu Grupy Giovanniniego poszczególne kraje mogłyby emitować euroobligacje w ramach przysługującej im transzy. Jeżeli pozyskane w ten sposób środki nie wystarczyłyby do pokrycia potrzeb pożyczkowych, państwa te mogłyby finansować się poprzez emisję własnych instrumentów dłużnych

¹⁸ J. Delpa, J. von Weizsäcker, *Eurobonds: the blue bond concept and its implications*, „Brugel Policy Contribution” 2011/02, s. 4.

¹⁹ *What will Eurobonds cost?*, IFO Institut für Wirtschaftsforschung and der Universität München, Press release 17.08.2011, s. 4.

²⁰ Sytuacja taka mogłaby być niebezpieczna chociażby dla Belgii, która ze względu na bardzo wysoki poziom długu (96,8% PKB w 2010 r.) jest szczególnie wrażliwa na zmiany rentowności instrumentów dłużnych.

na starych zasadach. Duża różnica rentowności tych papierów i euroobligacji miałyby stanowić środek dyscyplinujący członków strefy euro w zakresie prowadzonej polityki fiskalnej²¹. Nie wydaje się jednak, że możliwość tańszego finansowania części potrzeb pożyczkowych, a tym samym ogólne obniżenie kosztów obsługi długu, byłaby wystarczającym bodźcem do przeprowadzania niezbędnych reform. Możliwe byłoby także wystąpienie sytuacji odwrotnej. Kraj o wysokim ratingu kredytowym, w celu minimalizacji kosztów obsługi długu, mógłby zrezygnować z emisji euroobligacji w ramach przysługującej mu transzy, decydując się na finansowanie potrzeb pożyczkowych za pomocą własnych instrumentów dłużnych o niskiej rentowności. Jeżeli na taki krok zdecydowałyby się Niemcy lub Francja, to emitowane przez nie papiery wartościowe stanowiłyby poważną konkurencję dla euroobligacji, podnosząc jednocześnie jej rentowność.

Jeżeli państwa strefy euro, w ramach przysługującej im transzy, mogłyby refinansować swoje zobowiązania, to w stosunkowo krótkim czasie stałyby się one długiem wspólnym. Doszłoby do swoistej europeizacji całości lub części zadłużenia, powstałego w okresie kilku dziesięcioleci. Oznaczałoby to *de facto* obciążenie ryzykiem spłaty tego długu podatników ze wszystkich państw strefy euro, w tym tych, którzy za sprawą wysokich podatków utrzymywali dotychczas w ryzach finanse publiczne swojego kraju. Paradoksalnie taka sytuacja zwiększa także niebezpieczeństwo pojawienia się pokusy nadużyć. Za sprawą europeizacji długu kraj zagrożony bankrutem mógłby liczyć na większą pomoc innych państw strefy euro, gdyż to one ponosiłyby konsekwencje jego ewentualnej niewypłacalności. W obowiązującym prawie brak jest środków, które umożliwiłyby dyscyplinowanie państwa prowadzącego nadmiernie rozluźnioną politykę fiskalną. Jak wynika z dotychczasowych doświadczeń, instrumentów takich nie daje Pakt Stabilności i Wzrostu, ze swoją skomplikowaną, czasochłonną i nieefektywną procedurą nadmiernego deficytu. Trudno natomiast wyobrazić sobie możliwość dyscyplinowania danego kraju poprzez pozbawienie go możliwości zaciągania zobowiązań za pomocą euroobligacji. Krok taki byłby wyraźnym sygnałem dla rynku o skali problemów tego państwa, co wpływałoby na dalszy wzrost rentowności emitowanych przez niego samodzielnie papierów wartościowych, zwiększając ryzyko bankrutstwa. Pojawiłoby się również niebezpieczeństwo różnego traktowania członków strefy euro. Dużo łatwiej byłoby zastosować sankcje względem małych gospodarek, których ewentualne bankrutstwo nie miałyby większego wpływu na sytuację finansową innych państw. Skłonność do tego typu działań byłaby mniejsza w odniesieniu do Niemiec czy też Francji. Ewentualne problemy tych państw

²¹ T. Klau, F. Godement, *Beyond Maastricht: a new deal for the eurozone*, ECFR/26, December 2010, s. 6.

miałyby istotny wpływ na rentowność euroobligacji, bankructwo zaś prowadziło-
by zapewne do bankructwa innych państw jednolitego obszaru walutowego.

ZAKOŃCZENIE

Kryzys zadłużeniowy uruchomił w Europie potężne procesy dezintegracyjne, które są poważnym zagrożeniem nie tylko dla dalszego funkcjonowania jednolitego obszaru walutowego, ale także całej Unii Europejskiej. Odpowiedzią na problemy, jakie przeżywa obecnie strefa euro, może być wejście przez państwa członkowskie na wyższy poziom integracji. Wykorzystanie do tego celu euroobligacji obarczone jest jednak poważnym ryzykiem i może doprowadzić do rozprzestrzenienia się kryzysu zadłużeniowego na inne kraje. Nie można zapominać, że wartość dłużnych papierów wartościowych, podobnie jak innych instrumentów finansowych, opiera się na zaufaniu. Wprowadzenie euroobligacji powinny więc poprzedzić działania zmierzające do zbudowania tego zaufania. W tym celu należy stworzyć jasne i skuteczne reguły dyscyplinowania państw prowadzących nadmiernie rozluźnioną politykę fiskalną. Daleko idącej poprawie powinna ulec pozycja budżetowa większości członków strefy euro. Zasadne wydaje się także uwzględnienie faktu, że strefa euro nie jest optymalnym obszarem walutowym, w związku z tym poszczególne kraje mogą okresowo wykorzystywać instrumenty fiskalne do odbudowy konkurencyjności swojej gospodarki. Można tego uniknąć, tworząc odpowiednie mechanizmy pomocowe dla państw, które poddawane są negatywnym konsekwencjom wstrząsów asymetrycznych. Wdrożenie tych rozwiązań zwiększa szanse na to, że rynek euroobligacji będzie na tyle duży i płynny, aby zwiększyć znaczenie euro jako jednej ze światowych walut rezerwowych.

BIBLIOGRAFIA

- Co-ordinated public debt issuance in the euro area. Report of the Giovannini Group*, European Commission, Brussels 2000.
- Danish Government Borrowing and Debt 2006*, Danmarks Nationalbank, Copenhagen 2007.
- Delpla J., von Weizsäcker J., *Eurobonds: the blue bond concept and its implications*, „Brugel Policy Contribution” 2011/02.
- Klau T., Godement F., *Beyond Maastricht: a new deal for the eurozone*, ECFR/26, December 2010.
- Marchewka-Bartkowiak K., *Rynek skarbowych papierów wartościowych w strefie euro*, [w:] *Europejska integracja monetarna od A do Z*, NBP, Warszawa 2009.

Panfil P., *Prawne i finansowe uwarunkowania długu Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.

Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2007–09, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2009.

Tracz G., *Umowa gwarancji*, Zakamycze 1998.

What will Eurobonds cost?, IFO Institut für Wirtschaftsforschung and der Universität München, Press release 17.08.2011.

STRESZCZENIE

Rozwój kryzysu finansowego w Europie spowodował powrót do koncepcji integracji rynku papierów dłużnych strefy euro. Jego kluczowym elementem jest powołanie do życia euroobligacji. Byłyby to wspólny instrument dłużny objęty gwarancjami wszystkich państw członkowskich strefy euro. Stworzenie euroobligacji w obecnych warunkach jest jednak obciążone poważnym ryzykiem i może doprowadzić do rozprzestrzenienia się kryzysu. W szczególności można wątpić, czy instrument ten miałby najwyższą ocenę wiarygodności kredytowej, a tylko rating AAA pozwalałby zmniejszyć spekulacje względem poszczególnych państw i obniżyć koszty refinansowania długu.

THE INTEGRATION OF THE EUROPEAN GOVERNMENT BOND MARKETS DURING THE CRISIS

SUMMARY

Since the financial crisis in Europe, the concept of the integration of the government bond market has returned. The key element of this idea is the creation of Eurobonds. They would be a single debt instrument backed by the joint and several guarantees of all euro-area members states. The creation of Eurobonds in current market circumstances is burdened with serious risks and may lead to the spread of the financial crisis. In particular, it may be doubted whether this instrument would have the highest rank of creditworthiness, and only an AAA rating would reduce speculations against individual countries and costs of debt refinancing.

