

Rynek obligacji państwowych w dobie ujemnych stóp procentowych

Jarosław Klepacki*

Streszczenie: Ultraniskie stopy procentowe, masowa ucieczka kapitałów od ryzyka oraz ujemne rentowności na rynku długu rzucają nowe światło na do niedawna czysto teoretyczne koncepcje. Identyfikowanie określonych instrumentów finansowych w sposób jednoznaczny pod względem ryzyka oraz niekonwencjonalne zarządzanie stopami procentowymi determinuje konieczność nowych badań. Era pokryzysowa na globalnych rynkach finansowych uwidacznia nowe zjawiska i zależności, wskazując jednocześnie zupełnie nowe zagrożenia. Jest wielce prawdopodobne, że tak jak po 2009 roku zaczynało się nowe podejście na rynkach kapitałowych, tak obecnie, czyli po 2016 roku, kreuje się nowa wizja zarządzania kosztem pieniądza.

Słowa kluczowe: ryzyko, zarządzanie ryzykiem, rynek długu, obligacje państwowe, stopy procentowe

Wprowadzenie

Niekonwencjonalne działania naprawcze i regulacyjne, jakie zostały podjęte przez instytucje finansowe po załamaniu z lat 2008–2009, nie tylko odbiły się szerokim echem na rynkach kapitałowych na całym świecie, ale również, a może przede wszystkim, otworzyły nowy rozdział w teorii ekonomii. Dotąd mało prawdopodobne teorie stały się nie tylko możliwe, ale i powszechnie obowiązujące. Ekonomia w zakresie nauki o zarządzaniu stanęła na rozdrożu, a praktyka nigdy dotąd nie była tak różna i nieprzewidywalna. Doskonałym przykładem jest tutaj polityka monetarna banków centralnych, która doprowadziła do zjawiska długoterminowych ujemnych stóp procentowych. Efekt naczyń połączonych spowodował z kolei szereg niezwykle, stosunkowo mało poznanych zjawisk na jednym z najbezpieczniejszych obszarów rynków kapitałowych: rynku obligacji państwowych.

Celem artykułu jest scharakteryzowanie oraz przeanalizowanie wpływu ujemnych stóp procentowych na rynek obligacji skarbowych, identyfikacja i dookreślenie ryzyka z tym związanego. Skoncentrowanie się na rynku obligacji skarbowych determinowane jest tym, że jest to obecnie obszar ścierania się skrajnych sił i ryzyka. Do 2008 roku był to rynek oferujący najmniej ryzykogenne walory. Obszar badań obejmuje gospodarki europejskie z uwzględnieniem rozwiązań japońskich. Zdeklasowanie rynku długu obligacji państwowych pod względem bezpieczeństwa po tak zwanym kryzysie fiskalnym w Grecji

* dr Jarosław Klepacki, Społeczna Akademia Nauk, Oddział w Warszawie, Instytut Ekonomiczny, e-mail: jaroslawklepacki@poczta.onet.pl.

w zestawieniu z licznymi dotąd słabo zdiagnozowanymi ryzykami oraz pogłębiającym się w Europie i na świecie ujemnym kosztem pieniądza pozwala na nowo spojrzeć na wzajemne zależności i ich długoterminowy skutek.

1. Zjawisko ujemnych stóp procentowych jako problem

Zgodnie z literaturą przedmiotu w obszarze ujemnych stóp procentowych mieszczą się dwa pojęcia: ujemne realne oraz ujemne nominalne stopy procentowe. Ujemna realna stopa procentowa zgodnie z definicją występuje wtedy, gdy rynkowa stopa procentowa jest niższa od stopy inflacji (Gostomski, 2015). Innymi słowy, jest to sytuacja, w której odsetki od lokaty terminowej w banku nie są w stanie wyrównać siły nabywczej zgromadzonych tam środków pieniężnych, czyli realny wzrost cen jest wyższy i szybszy niż dochód z odsetek. Zgodnie z obowiązującą teorią możemy wówczas mówić o braku chęci do oszczędzania i rosnącej chęci do zakupów. W oparciu o bardzo obszerną literaturę w tym zakresie można przyjąć, że zjawisko to jest co najmniej dobrze rozpoznane. Inaczej rzecz się ma w przypadku ujemnej nominalnej stopy procentowej, która identyfikowana jest jako wydarzenie niezmiernie rzadkie na rynkach finansowych. Przyjęło się, że jeśli ma miejsce to odnosi się do depozytów bankowych (Gostomski, 2015).

Temat ujemnych nominalnych stóp był kiedyś przedmiotem jedynie akademickich wywodów i rozważań. Samo zagadnienie charakteryzowane było najczęściej jako swoista ciekawostka na gruncie teorii lub też w najlepszym wypadku krótkoterminowy „wypadek przy pracy” banków centralnych (por. Mishkin, 2002). Nikt nie przypuszczał, że w obszarze realnej gospodarki i do tego w ujęciu globalnym temat ten może mieć tak szerokie zastosowanie praktyczne. Mechanizm zarządzania kosztem pieniądza wydawał się być relatywnie prosty: jeśli bank centralny chce spowolnić pędzącą gospodarkę i towarzyszący temu wzrost inflacji, wówczas decyduje o podwyżce stóp procentowych, jeśli natomiast widzi oznaki postępującego spowolnienia i chce temu przeciwdziałać – zachęcić banki do udzielania pożyczek obywatelom i podmiotom gospodarczym – wtedy obniża koszt pieniądza. Warto jednak podkreślić, że zazwyczaj działania banków centralnych koncentrowały się przede wszystkim na analizie kondycji gospodarki macierzystej, a w mniejszym stopniu tak zwanego otoczenia zewnętrznego, czyli obszarów z których w ramach globalizacji były importowane różnego rodzaju gospodarczo-monetarne procesy i tendencje. Realizowane było to przez szczegółową analizę wachlarza klasycznych wskaźników makroekonomicznych, takich jak wartość PKB, inflacja (deflacja), zaangażowanie inwestorów zagranicznych na danym rynku, bezrobocie, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa. Po 2008 roku banki centralne powszechnie zaczęły wykorzystywać koszt pieniądza do walki z kryzysem również tym fiskalnym.

Jak wynika z raportu Bank of America, banki centralne na świecie od 2008 roku obniżyły stopy procentowe w sumie już 667 razy, co powoduje, że dzisiaj (stan na 25.11.2016 r.)

aż 500 mln osób na świecie mieszka w krajach, gdzie stopy procentowe są albo zerowe, albo ujemne¹.

Z danych Banku Światowego jednoznacznie widać, że kraje o negatywnych stopach procentowych stanowią obecnie prawie jedną czwartą globalnego produktu krajowego brutto². Ujemne stopy występują w 23 krajach, w tym w 19 należących do strefy euro (zestawienie poniżej). Oczywiście jest, że w zakresie procesu, jakim jest zarządzanie stopą procentową, jak też i oczekiwanego celu, praktyka wyprzedziła teorię. Pierwszy raz w ujęciu globalnym mamy do czynienia z tego rodzaju zjawiskiem.

Na gruncie europejskim zarządzanie ujemną stopą procentową widoczne jest głównie przez działania banków centralnych Szwajcarii, Danii i Szwecji. Największe doświadczenie ma jednak bank Japonii, który na skutek przewlekłego niskiego wzrostu PKB i deflacji, z tym problemem zmagają się już od ponad dwudziestu lat (średni poziom inflacji w latach 1993–2013 wynosił 0%) (Andolfatto, Li).

Tabela 1

Najniższe poziomy depozytywnej stopy procentowej na świecie, stan na 25.11.2016 roku

| Kraj | Ostatni 11 | Poprzedni |
|-------------|---------------|-----------|
| Szwajcaria | -0.75 2016-10 | -0.75 |
| Dania | -0.65 2016-10 | -0.65 |
| Szwecja | -0.50 2016-10 | -0.5 |
| Japonia | -0.10 2016-11 | -0.1 |
| Hiszpania | 0.00 2016-10 | 0 |
| Słowenia | 0.00 2016-10 | 0 |
| Słowacja | 0.00 2016-10 | 0 |
| Portugalia | 0.00 2016-10 | 0 |
| Holandia | 0.00 2016-10 | 0 |
| Malta | 0.00 2016-10 | 0 |
| Luksemburg | 0.00 2016-10 | 0 |
| Litwa | 0.00 2016-10 | 0 |
| Lotwa | 0.00 2016-10 | 0 |
| Włochy | 0.00 2016-10 | 0 |
| Irlandia | 0.00 2016-10 | 0 |
| Grecja | 0.00 2016-10 | 0 |
| Niemcy | 0.00 2016-10 | 0 |
| Francja | 0.00 2016-10 | 0 |
| Finlandia | 0.00 2016-10 | 0 |
| Strefa Euro | 0.00 2016-10 | 0 |
| Estonia | 0.00 2016-10 | 0 |
| Cypr | 0.00 2016-10 | 0 |
| Bulgaria | 0.00 2016-11 | 0 |
| Belgia | 0.00 2016-10 | 0 |
| Austria | 0.00 2016-10 | 0 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych
<http://pl.tradingeconomics.com/country-list/interest-rate> (25.11.2016).

¹ <https://www.bankofamerica.com> (25.11.2016).

² <http://businessinsider.com.pl/finanse/ujemne-stopy-depozytowe-wyzwaniem-dla-ekonomistow/e7pe1bh> (25.11.2016).

Problem polega na tym, że nigdy dotąd zjawisko ujemnych nominalnych stóp procentowych nie było stosowane na tak masową skalę i tak długo. I o ile doprowadzenie do takiego stanu determinowane było czynnikami nadzwyczajnymi, o tyle już wychodzenie z niego generuje szereg uśpionych i mało poznanych ryzyk głównych i pobocznych.

Były Prezes Narodowego Banku Polskiego, prof. Marek Belka, w jednym z wywiadów stwierdził, że „obniżanie stóp procentowych poniżej dzisiejszego poziomu – niektórzy twierdzą, że to i tak jest poziom za niski – nie przyniesie korzyści, a może przynieść szkodę. Samo to, że nie przyniesie korzyści nie jest argumentem, ale że przyniesie szkody, jest już poważne”³.

Nouriel Roubini z New York University stoi na stanowisku, że ujemne nominalne stopy procentowe nie muszą oznaczać czegoś złego. W jego ocenie ujemne nominalne stopy procentowe oraz ujemna realna efektywność może doprowadzić do tego, że oszczędzający będą oszczędzać mniej, a wydawać więcej. Tłumaczy, że to jest właśnie celem ujemnych stóp procentowych, oraz dodaje: „W świecie, w którym podaż przewyższa popyt oraz są zbyt wysokie oszczędności, goniące za skromnymi zyskami z inwestycji, równoważąca stopa procentowa jest niska, a nawet ujemna”⁴.

To potężne narzędzie przynależne bankom centralnym w ciągu ostatnich lat nabrało zupełnie nowego znaczenia. Zgodnie bowiem z do niedawna fundamentalną koncepcją Frederica Mishkina, byłego gubernatora Rezerwy Federalnej i profesora na Columbia Business School, zerowe stopy procentowe były traktowane jako dolna granica⁵. Obecnie wiadomo już, że założenie to z gruntu było niedopracowane i wymaga głębszej korekty. Dotychczasowa praktyka pozwoliła na wykształcenie się nowego zjawiska: zarządzania ujemnymi stopami procentowymi, a praktycy zastanawiają się gdzie wobec tego jest dolna granica ujemnego kosztu pieniądza

Obniżanie kosztu pieniądza poniżej zera w celu pobudzenia inwestycji, czyli tak naprawdę zniechęcanie do oszczędzania, identyfikowane jest jako cel główny i pożądanym. W szybko zmieniającym się i niepewnym otoczeniu zewnętrznym pojawia się jednak jeszcze jeden przynajmniej równoważny cel. Jest nim bezpieczeństwo. Ostatnie lata na rynku finansowym udowodniły, że inwestorzy w czasach niepokoju i złej koniunktury ponad wszystko cenią sobie właśnie bezpieczeństwo. Zysk staje się wówczas drugoplanowy. Masowa ucieczka kapitału w kierunku bezpieczeństwa powoduje, że obniżanie stóp poniżej zera w celu pobudzenia gospodarki realnej staje się bezprzedmiotowe.

³ <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/rotator/realne-ryzyko-ultraniskich-stop-procentowych> (28.12.2016).

⁴ <wp-content/uploads/2015/03/Nouriel-Roubini-12.jpg> (21.12.2016).

⁵ <http://businessinsider.com.pl/finanse/ujemne-stopy-depozytowe-wyzwaniem-dla-ekonomistow/e7pe1bh> (20.12.2016).

2. Rynek obligacji państwowych w dobie ujemnych stóp procentowych

Klasyczny profil inwestora decydującego się na zakup papierów dłużnych to podmiot, który liczy, że w średnim lub długim okresie odnoszącym się zazwyczaj do 2–5 lat zapewni sobie gwarantowany zysk, nieco większy niż na standardowej lokacie terminowej w banku. Zasada inwestowania w papiery dłużne zbliżona jest konstrukcją do lokaty rentierskiej, czyli takiej, w której odsetki wypłacane są co pewien, z góry określony, czas. W sylwetkę takiego inwestora silnie wtopiony jest czynnik bezpieczeństwa, ponieważ zazwyczaj tego typu papiery zyskują w okresie dekoniunktury i spadku stóp procentowych. Znamiona bezpiecznego inwestowania w obszarze rynku długu ulegają jeszcze wzmocnieniu, kiedy mówimy o obligacjach państwowych, czyli papierach, które zgodnie z literaturą przedmiotu do niedawna postrzegane były jako aktywna praktycznie pozbawione ryzyka (por. Rutkowski, 2000; Swatler, 1985). Gwarantem jest państwo, a konkretniej – jego majątek. Środki uzyskane z emisji tego typu obligacji przeznaczone są na sfinansowanie różnych wydatków publicznych – od ochrony zdrowia, przez budowę dróg, po oświatę oraz spłatę wcześniej zaciągniętych długów. Waga ryzyka w przypadku tego typu walorów determinowana jest ich wskaźnikiem rentowności. W teorii przyjęło się, że obligacje emitowane przez państwo są najbezpieczniejsze, a przez to ich rentowności są najniższe.

Przypadek Grecji pokazał jednak, że nie jest to reguła pozbawiona wyjątków. W październiku 2011 roku inwestorzy mający w swoich portfelach greckie papiery dłużne postawieni zostali przed wyborem: albo zgodzą się na redukcję greckiego długu, czyli umorzenia 50% posiadanych w portfelach obligacji, albo staną przed realnym zagrożeniem bankructwa tego kraju i utraty całego zainwestowanego kapitału (Sporek, 2013). Problemy fiskalne krajów UE będące następstwem załamania na rynkach finansowych w 2008–2009 roku pokazały, że rynek obligacji emitowanych przez państwa wcale nie musi stanowić bezpiecznej przystani.

Po tym wydarzeniu zaufanie do tego typu inwestycji uległo silnej modyfikacji i rozwarstwieniu. Państwo, nawet to będące członkiem Unii Europejskiej, przestało być gwarantem bezpieczeństwa inwestycji. Rynek, a właściwie tworzący go inwestorzy, zaczęli wyraźnie przenosić aktywa w kierunku nie zysku, a bezpieczeństwa. Synonimem walorów najlepiej odzwierciedlających te tendencje stały się 10-letnie obligacje państwowe tych państw, które tradycyjnie identyfikowane od zawsze były jako bezpieczna przystań. Poniżej zaprezentowano zestawienie rentowności 10-letnich obligacji państwowych począwszy od przykładów tak zwanych bezpiecznych gospodarek, a skończywszy na tych diagnozowanych jako ryzykogenne.



Rysunek 1. Rentowność szwajcarskich 10-letnich obligacjach skarbowych, stan na koniec 2016 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu stooq.pl.



Rysunek 2. Rentowność japońskich 10-letnich obligacjach skarbowych stan na koniec 2016 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu stooq.pl.



Rysunek 3. Rentowność niemieckich 10-letnich obligacjach skarbowych stan na koniec 2016 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu stooq.pl.



Rysunek 4. Rentowność polskich 10-letnich obligacjach skarbowych stan na koniec 2016 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu stooq.pl.



Rysunek 5. Rentowność greckich 10-letnich obligacjach skarbowych stan na koniec 2016 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu stooq.pl.

Analizując zachowanie rentowności na podstawie wskazanych powyżej papierów dłużnych Szwajcarii, Japonii, Niemiec, Grecji i Polski doskonale widać zasygnalizowane już w 2009–2010, a w późniejszych okresach nasilające się, tendencje. W krajach identyfikowanych przez rynki finansowe jako bezpieczne, czyli w ramach powyższych przykładów w Szwajcarii, Japonii i Niemczech, rentowności 10-letnich obligacji zdołały utrzymać się w długoterminowym kanale spadkowym. Dynamika wahań rentowności w ramach tak wyrysowanych tendencji wskutek rosnącego popytu na te walory nie zdołała naruszyć górnej linii trendu i to pomimo licznych wstrząsów zewnętrznych. Co więcej, lokowanie coraz większych mas kapitału w te aktywa spowodowało, że apogeum kryzysu fiskalnego krajów UE (lata 2010–2012) nie tylko przeszło łagodnie, ale zainicjowało kolejną fazę – rekordowo niskich wycen rentowności. W 2014 roku i na początku 2015 wyceny obligacji skarbowych były już ekstremalnie (jak na ówczesny czas) wyśrubowane, a część zarządzających funduszami określała europejski rynek obligacji skarbowych jako bańkę spekulacyjną. Większość uczestników rynku – inwestorów już wówczas – oczekiwało korekty. W efekcie w latach 2015–2016 doszło do kolejnej fali spadków rentowności, co w ostateczności przyniosło fazę ujemnej wyceny 10-letnich papierów dłużnych.

Prowadzone badania empiryczne dowiodły, że po upadku Lehman Brothers *spready* wobec obligacji niemieckich były kształtowane głównie poprzez globalne czynniki ryzyka (Barbosa, Costa, 2010). Wraz z narastaniem napięć w strefie euro początkowo większego znaczenia nabrały czynniki charakteryzujące płynność rynku, a następnie sytuacja makroekonomiczna poszczególnych państw odzwierciedlająca ryzyko kredytowe (Kujawski, Mrzyglód, Zamojska, 2015). Potwierdza to tezę, że gospodarki lokalne i ich rzeczywisty stan stały się zakładnikami globalnych nastrojów. Innymi słowy, ryzyko rynkowe

w znacznej mierze stało się ryzykiem importowanym, co w ujęciu realnym w oczywisty sposób pogorszyło możliwości zarządzania lokalnymi gospodarkami.

Wskazane powyżej przykłady oraz prowadzone badania (por. Georgoutsos, Migiakis, 2013) skłaniają również ku tezie, że w obszarze rynku papierów dłużnych emitowanych przez państwa silną determinantą wskaźnika rentowności po 2010 roku stał się wyznacznik szeroko rozumianej wypłacalności identyfikowanej jako fundament bezpieczeństwa oraz płynności. W ramach tak skonstruowanej tezy mówić również można o wykształceniu się współzależności pomiędzy poszczególnymi państwami lub grupami państw. Z jednej strony bowiem pojawiły się państwa identyfikowane jako bezpieczne lub bardzo bezpieczne (Szwajcaria, Niemcy, Szwecja, Dania – co ciekawe, są to zupełnie różne struktury gospodarek). Z drugiej państwa, których obligacje oznaczały wysoce ryzykogeniczną inwestycję (Grecja, Włochy, Hiszpania).

W grupie tej można wskazać trzy charakterystyczne podgrupy: pierwsza to państwa, gdzie rentowność obligacji państwowych determinowana była właśnie wskaźnikiem bezpieczeństwa ulokowanego kapitału (np. Niemcy, Japonia). Druga podgrupa obejmuje państwa, gdzie niska rentowność w znacznym stopniu jest konsekwencją ekstremalnie niskich stóp procentowych (np. Szwecja, Dania). Podgrupą łączącą dwie powyższe jest kategoria państw, w których te czynniki się kumulują. Doskonały przykład to Szwajcaria, gdzie zmiany rentowności obligacji tego kraju doskonale pokazują, że rekordowo niskie stopy procentowe ($-0,75\%$), dołączające potencjalne zyski z obligacji, nie są w stanie odstraszyć inwestorów szukających bezpieczeństwa dla swojego kapitału.

Po drugiej stronie znalazły się rynki obligacji państw, w przypadku których czynnik bezpieczeństwa ważył negatywnie. Najlepszym przykładem jest tutaj oczywiście Grecja, gdzie skutek bardzo realnego ryzyka bankructwa rentowności państwowych obligacji w latach 2011 i 2012 osiągnęły historycznie wysokie poziomy powodując poważne turbulencje w innych obszarach rynku finansowego.

3. Analiza głównych ryzyk destabilizacji na rynku obligacji państwowych

Rynek państwowych papierów dłużnych jest jednym z kilku głównych obszarów szeroko rozumianego rynku finansowego. Jednak to właśnie tutaj, jak w soczewce, na przestrzeni ostatnich lat doszło do wykreowania jednych z najbardziej spektakularnych procesów i zjawisk, które do niedawna stanowiły elementy akademickich dyskusji. Pojawienie się na tym rynku wartości skrajnych w postaci ultraniskich rentowności samo w sobie nie powinno być identyfikowane jako zagrożenie. Tego typu sytuacje zdarzały się już w przeszłości. Miały jednak one charakter lokalny i krótkotrwały. Tym razem mamy do czynienia ze zjawiskiem długoterminowym o wymiarze globalnym, co generuje zupełnie nowe, nieanalizowane do tej pory ryzyka. Ogromną grupę takich ryzyk identyfikować należy w obszarach nie przyczyny, ale skutku.

Według wyliczeń Agencji Bloomberg w lipcu 2016 roku wartość obligacji krajów strefy euro notowanych przy ujemnych rentownościach sięgnęła rekordowych 3,3 bln euro. Globalna wartość obligacji o ujemnym oprocentowaniu wynosi 13 bln dolarów⁶. Warto zwrócić uwagę na to, jak szybko ta wartość wzrasta. Jeszcze dwa lata temu tego typu obligacje w ogóle nie były obecne na rynku. W lutym 2015 roku ich łączna wartość wynosiła 3,6 bln dolarów, a następnie podwoiła się w ciągu kolejnego roku do 7 bln dolarów. Kolejne podwojenie wartości zajęło już tylko 5 miesięcy⁷.

Z analitycznego punktu widzenia jest to skutek reakcji inwestorów, wynikający z uwolnienia ogromnych mas kapitału przemieszczającego się swobodnie, historycznego rozwarstwiania się gospodarki globalnej oraz realnej możliwości materializacji ryzyk, które do tej pory były tak mało prawdopodobne, że nie podejmowano się ich analizy.

Ryzyko trwałej utraty zaufania do systemu bankowego stanowi właśnie jedno z takich głównych zagrożeń, które chociażby tylko z punktu widzenia skali interpretowane powinno być jako ryzyko główne, wielowarstwowe z możliwością pobudzenia całego spektrum ryzyk pobocznych. Globalna migracja kapitałów do stref pozabankowych zainicjowana w ujęciu masowym już po załamaniu na rynkach finansowych w 2008–2009 obecnie przybiera na sile, a jednym z takich objawów jest rekordowy wzrost zainteresowania papierami dłużnymi. Analizując to ryzyko warto zwrócić uwagę na fakt, że ma ono charakter ciągły i progresywny, jest to proces, którego skutkiem (materializacja ryzyka) może być rewolucja w globalnym systemie finansowym. Wyraźnym potwierdzeniem istnienia takiego ryzyka jest rozbudowywanie struktur poza bankowych w bardzo specyficznych obszarach finansowych, które do niedawna zarezerwowane były dla banków. Doskonałym przykładem jest tutaj zyskujące rekordową popularność, a przez to historycznie wysoką wycenę, grono nowych nośników wartości – walut kryptograficznych. Sztandarowym przykładem jest bitcoin, który przez internautów określany jest mianem waluty Wolnego Świata. Z kolei w ramach sposobów finansowania z wyłączeniem systemu bankowego jesteśmy świadkami rozpowszechniania się na masową skalę tak zwanego finansowania społecznościowego (*crowdfunding*)⁸. Bez wątpienia ryzyko utraty zaufania do systemu bankowego sprzyja wysoce nieprzewidywalne i niestabilne otoczenie gospodarcze, w które wkomponowane zostało w ostatnim czasie kilka istotnych ryzyk politycznych.

3.1. Ryzyko spirali zadłużenia w różnych obszarach gospodarki

Ultraniskie rentowności państwowych papierów dłużnych powodują, że rośnie chęć permanentnego zadłużania. Łatwe i mniej kosztowne zadłużanie się rządów zmniejsza ich skłonność do długofalowego zarządzania długiem, reform strukturalnych i ogranicza wzrost

⁶ W oparciu o dane systemu Bloomberg, stan na sierpień 2016.

⁷ <http://independenttrader.pl/obligacje-rzadowe-gwarantem-straty.html> (22.12.2016).

⁸ <http://crowdfunding.pl> (28.12.2016).

gospodarczy⁹. Rekordowo niski koszt obsługi długu państwowego to też potencjalnie większa wrażliwość na szoki gospodarcze determinowane chociażby takim ryzykiem pobocznym, jak gwałtowne osłabienie waluty lokalnej. Dług uzyskany wskutek emisji obligacji stwarza realne ryzyko nie tylko dla państw, ale też dla samorządów i korporacji.

3.2. Rosnące ryzyko spotęgowanej wrażliwości i reakcji na potencjalnie mało znaczące zawirowania na rynkach finansowych

Rynek państwowych papierów dłużnych odbierany jest jako wskaźnik zaufania kapitału zewnętrznego do danego państwa. Niskie i ultraniskie rentowności oznaczają wysoki i bardzo wysoki poziom zaufania. Pamiętać trzeba, że rynek obligacji państwowych jest jednym z największych i najbardziej płynnych rynków długu. Głównymi odbiorcami tego rodzaju papierów są zazwyczaj duże instytucje finansowe. Ryzyko wyprzedaży na tym rynku może być realizowane dużymi pakietami, co tylko zwiększy panikę i turbulencje na innych rynkach, w tym głównie rynku walutowym (gwałtowny wzrost rentowności wskutek wyprzedaży obligacji państwowych oznacza również gwałtowne osłabienie lokalnej waluty). Jako ryzyko poboczne należy tutaj zakwalifikować tak zwany efekt zarazania. Korelacje i powiązania pomiędzy określonymi obszarami rynku finansowego są dzisiaj czymś oczywistym. W razie materializacji ryzyka stać się mogą swoistą taśmą transmisyjną.

3.3. Ryzyko realizacji celu odwrotnego od zamierzonego

Ten rodzaj ryzyka określić należy mianem specyficznego. Wprowadzanie ujemnych stóp procentowych przez banki centralne miało na celu zmusić banki albo do rozwinięcia na większą skalę akcji kredytowej, co w obecnych warunkach jest trudne i ostatecznie nie doszło do skutku, albo do inwestowania środków w obligacje rządowe, co jest zdecydowanie łatwiejsze i się zmaterializowało (por. Grabowski, Stawasz, 2013). Brak realizacji celu podstawowego – wymuszonej akcji kredytowej spowodował nadzwyczaj duże zainteresowanie papierami dłużnymi. W efekcie jesteśmy świadkami spektakularnego zakończenia około 30-letniej hossy na rynku długu z rosnącym ryzykiem bańki spekulacyjnej w tle.

3.4. Ryzyko szybkiego powrotu gospodarek do rosnącej inflacji

Zwiększanie ilości pieniądza w rynku poprzez popularne w ostatnich latach programy luzowania ilościowego stosowane przez banki centralne ma wszelkie cechy, aby w niedalekiej przyszłości stać się katalizatorem szybko rosnącej inflacji. Relatywnie dynamiczny wzrost tego wskaźnika gospodarki w ujęciu trwałym, np. do dwóch procent powyżej zera,

⁹ <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/rotator/realne-ryzyko-ultraniskich-stop-procentowych> (28.12.2016).

powoduje, że obligacje dramatycznie straciły na wartości. Skala i dynamika strat na tych instrumentach mogłyby zainicjować poważny kryzys finansowy.

Uwagi końcowe

Rynek obligacji państwowych w dobie ujemnych stóp procentowych nigdy dotąd nie miał tak dużego znaczenia w generowaniu nowych ryzyk. Skala zjawiska jest na tyle duża, że zasadne jest przyjęcie założenie, iż materializacja któregośkolwiek z tak zwanych ryzyk głównych (których kilka przykładowych zostało dookreślonych powyżej) jest w stanie trwale przebudować strukturę i postrzeganie globalnego rynku i systemu finansowego, a szerzej – bezpieczeństwa ekonomicznego państw. Wprowadzenie ujemnych stóp procentowych oraz historycznie silne zaangażowanie banków centralnych w rynek obligacji powoduje, że w pełni uzasadniona staje się teza o mijającej erze bezpiecznych instrumentów finansowych, jakimi były obligacje państwowe.

Literatura

- Andolfatto, D., Li, L. *Quantitative Easing in Japan: Past and Present*. Pobrane z: [http:// research.stlouisfed.org / publications/ es/article/10024](http://research.stlouisfed.org/publications/es/article/10024) (24.11.2016).
- Barbosa, L., Costa, S. (2010). Determinants of sovereign bond yield spreads in the euro area in the context of the economic and financial crisis. *Banco de Portugal Working Papers*, 22.
- Fryc, J., Oyedele, A. (2016). *Ekonomiści niegdyś nawet nie śnili o ujemnych stopach procentowych. Teraz od nowa piszą podręczniki do ekonomii*. Pobrane z: <http://businessinsider.com.pl/finanse/ujemne-stopy-depozytowe-wyzwaniem-dla-ekonomistow/e7pe1bh> (22.12.2016).
- Georgoutsos, D.A., Migiakis, P.M. (2013). Heterogeneity of the determinants of euro-area sovereign bond spreads what does it tell us about financial stability? *Journal of Banking & Finance*, 37.
- Goldberg, L., Leonard, D. (2003). What moves sovereign bond markets? The effects of economic news on US and German yields. *Current Issues in Economics and Finance*, 9 (9).
- Gostomski, E. (2015). Konsekwencje stosowania w strefie euro ujemnych stóp procentowych. *Bank Spółdzielczy*, 1 (578), luty–marzec.
- Grabowski, W., Stawasz, E. (2013). Programy skupu Europejskiego Banku Centralnego w dobie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. *Ekonomia Międzynarodowa*, 4.
- Heinz, F.F., Sun, Y. (2014). Sovereign CDS spreads in Europe – The role of global risk aversion, economic fundamentals, liquidity, and spillovers. *IMF Working Paper*, 14/17.
- KNF (2010). *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*. Raport Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego. Warszawa.
- Kujawski, L., Mrzygłód, U., Zamojska, A. (2015). Determinanty rentowności obligacji skarbowych Polski i wybranych krajów europejskich w latach 2005–2013. *Materiały i Studia NBP*, 313.
- Mishkin, F. (2002). *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- NBP (2010–2015). *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010–2015 r. na rynku walutowym i rynku pozagieldowych instrumentów pochodnych w Polsce w ramach projektu Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity*. Warszawa.
- Rostowski, J. (2003). *Pięć mitów o deflacji*. Pobrane z: http://www.case-research.eu/upload/publikacja_plik/894088_Piec%20mitow%20o%20deflacji.pdf (29.12.2016).
- Rutkowski, A. (2000). *Zarządzanie finansami*. Warszawa: PWE.
- Sporek, T. (2013). Globalne konsekwencje kryzysu finansowego w Grecji. *Studia Europejskie*, 3.
- Swatler, L. (1985). *Finanse*. Warszawa: PWE.

BOND MARKET IN THE ERA OF NEGATIVE INTEREST RATES

Abstract: Ultra-low interest rates, massive capital flight risk and negative yields in the debt market sheds new light on the recent theoretical concepts. Identification of specific financial instruments explicitly in terms of risk and unconventional management of interest rates determines the need for new research. The era of post-crisis global financial markets reveals new phenomena and relationships while pointing a completely new threats. It's likely that just as after 2009 began with a new approach on the capital markets so now, that after 2016 creates a new vision of management at the expense of money.

Keywords: risk, risk management, debt market, government bonds, interest rates

Cytowanie

Klepacki, J. (2017). Rynek obligacji państwowych w dobie ujemnych stóp procentowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (85), 541–553. DOI: 10.18276/frfu.2017.1.85-43.