Urszula Kosterna
Politechnika Radomska

ZRÓŻNICOWANIE DOCHODOWOŚCI DŁUGOTERMINOWYCH OBLIGACJI SKARBOWYCH PAŃSTW STREFY EURO W TRAKCIE KRYZYSU FINANSOWEGO

Wstęp

Zapoczątkowany w 2007 r. kryzys finansowy wywarł istotny wpływ na sferę finansów publicznych państw strefy euro. Dotyczy to, z jednej strony, jego destrukcyjnego oddziaływania na bilans budżetu i wielkość długu publicznego, z drugiej zaś, zmienionych warunków finansowania potrzeb pożyczkowych państwa. Zaistniałe zróżnicowanie dochodowości skarbowych papierów wartościowych emitowanych przez poszczególne państwa wskazuje, że rynki finansowe zaczęły pełnić funkcję dyscyplinującą narodową politykę fiskalną członków Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW).

1. Stan finansów publicznych w państwach strefy euro

Finanse publiczne w Unii Europejskiej są obszarem szczególnych regulacji nakierowanych na zapewnienie stabilności obszaru jednowalutowego[1], zawartych pierwotnie w traktacie Unii Europejskiej (fiskalne kryteria zbieżności kwalifikujące do pełnego członkostwa w UGW), następnie rozwiniętych w przyjętym w 1997 r. i znowelizowanym (istotnie rozluźnionym) w 2005 r. Pakcie stabilności i wzrostu. Pakt zobowiązuje państwa członkowskie do osiągnięcia w perspektywie średnioterminowej sytuacji bliskiej równowagi budżetu bądź nadwyżki budżetowej, co ma umożliwić działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury oraz otworzyć

[1] Regulacje te dotyczą wszystkich członków UGW, także krajów objętych derogacją, zobligowanych do przyjęcia wspólnej waluty, nie dotyczą zaś Danii i Wielkiej Brytanii, objętych klauzulą „*opt-out*".

pole do stosowania dyskrecjonalnych narzędzi polityki fiskalnej dla podtrzymania wzrostu gospodarczego bez ryzyka przekroczenia przez deficyt wielkości 3% PKB.

Dane zawarte w tabeli 1 wskazują, że pakt, jako mechanizm dyscyplinowania narodowej polityki fiskalnej, nie był skuteczny – po okresie dobrej koniunktury, trwającej od 2004 r., w 2008 r. w ośmiu na 16 państw strefy euro występował deficyt budżetowy. Łączne saldo budżetu państwa w strefie euro było także ujemne – stanowiło 0,6% PKB tego obszaru. Łączna wielkość długu publicznego (66,0% PKB) przekroczyła wartość referencyjną, a przekroczenie tej wartości zanotowano w siedmiu państwach.

Kryzys gospodarczy dramatycznie zmienił sytuację finansów publicznych. Według Komisji Europejskiej, łączny deficyt budżetowy państw strefy euro w relacji do ich łącznego PKB wyniósł w 2009 r. 6,4%, w 2010 r. prognozowany jest na 6,9%. Powiększenie się deficytu jest wynikiem negatywnego wpływu czynnika cyklicznego (załamania koniunktury) oraz działań dyskrecjonalnych – pakietów ratunkowych wspierających instytucje zarówno rynku finansowego, jak i sfery realnej; wzrost wydatków państwa ma tu na celu podtrzymanie (zahamowanie spadku) aktywności gospodarczej. Wzrost ten stanowił 1,1% PKB państw strefy euro w 2009 r. i prognozowany jest na 0,8% w 2010 r.[2]

Tabela 1. Deficyt budżetowy i dług publiczny w relacji do PKB w państwach strefy euro (%)

	Deficyt budżetowy 2007	Deficyt budżetowy 2009*	Deficyt budżetowy 2010**	Dług publiczny 2007	Dług publiczny 2009*	Dług publiczny 2010**
Austria	−0,6	4,3	−5,5	59,5	69,1	73,9
Belgia	−0,2	−5,9	−5,8	84,2	97,2	101,2
Cypr	+3,4	−3,5	−5,7	58,3	53,2	58,6
Finlandia	+5,2	−2,8	−4,5	35,2	41,3	47,4
Francja	−2,7	−8,3	−8,2	63,8	76,1	82,5
Grecja	−3,7	−12,7	−12,2	95,6	112,6	124,9
Hiszpania	+1,9	−11,2	−10,1	36,1	54,3	66,3
Holandia	+0,2	−4,7	−6,1	45,5	59,8	65,6
Irlandia	+0,3	−12,5	−14,7	25,1	65,8	82,9
Luksemburg	+3,7	−2,2	−4,2	6,6	15,0	16,4
Malta	−2,2	−4,5	−4,4	62,0	68,5	70,9
Niemcy	+0,2	−3,4	−5,0	65,0	73,1	76,7
Portugalia	−2,6	−8,0	−8,0	63,6	77,4	84,6

[2] Najsilniejszy bodziec fiskalny w 2009 r. zastosowały: Hiszpania (2,3% PKB), Austria (1,8% PKB), Finlandia (1,7% PKB), Malta (1,6% PKB) i Niemcy (1,4% PKB) – zob. European Commission (2009b, s. 13–21).

	Deficyt budżetowy 2007	Deficyt budżetowy 2009*	Deficyt budżetowy 2010**	Dług publiczny 2007	Dług publiczny 2009*	Dług publiczny 2010**
Słowacja	−1,9	−6,3	−6,0	29,3	34,6	39,2
Słowenia	0,0	−6,3	−7,0	23,3	35,1	42,8
Włochy	−1,5	−5,3	−5,3	103,5	114,6	116,7
Strefa euro-16	−0,6	−6,4	−6,9	66,0	78,2	84,0
UE-27	−0,8	−6,9	−7,5	58,7	73,0	79,3

*Dane wstępne.
**Prognoza.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: European Commission (2009a, s. 176–177 i 180–181).

Wyższy deficyt budżetowy oraz konieczność sfinansowania nieujmowanych w budżecie kosztów dokapitalizowania banków, gwarancji i poręczeń państwowych czy preferencyjnych pożyczek dla sektora prywatnego spowodują skokowy wzrost wielkości długu publicznego i jego relacji do kurczącego się PKB[3] – prognozowany dług publiczny stanowił w strefie euro 78,2% PKB w 2009 r. i jest prognozowany na 84,0% PKB w 2010 r. Relacja długu publicznego do PKB w 2010 r. ma być wyższa od wartości referencyjnej w 11 państwach.

Przekroczenie fiskalnych wartości referencyjnych nie jest ogólnie uznawane za naruszenie postanowień Paktu stabilności i wzrostu – usprawiedliwieniem deficytów jest „poważne załamanie koniunktury", ponadto główni konstruktorzy paktu – Niemcy i Francja – są dalecy od przestrzegania dyscypliny finansów publicznych. Elastyczność w stosowaniu postanowień paktu jest konieczna, zważywszy na to, że na koniec 2009 r. jedynie Cypr, Finlandia i Luksemburg nie były objęte procedurą nadmiernego deficytu.

2. Finansowanie zadłużenia publicznego w warunkach kryzysu

Względna tolerancja Komisji Europejskiej nie oznacza otwartej drogi do powiększania deficytów i długów publicznych, niezależnie od ich negatywnych konsekwencji średnio- i długookresowych. Podstawową kwestią jest możliwość i koszty ich finansowania. Wartość planowanych w 2009 r. emisji amerykańskich obligacji skarbowych (wciąż najłatwiej znajdujących nabywców na rynku międzynarodowym) szacowana była na około 2 bln dolarów (równowartość około 14% PKB USA), a emisji państw strefy euro na ponad bilion dolarów.

[3] Według najnowszych danych (styczeń 2010 r.) PKB w strefie euro obniżył się w 2009 r. o 4,0%.

Dane zawarte w tabeli 2 obrazują wielkość rynku rządowych papierów wartościowych państw strefy euro[4]. Wartość tego rynku na koniec listopada 2009 r. była wyższa o 22% wstosunku do stanu na koniec grudnia 2005 r., przy czym dynamika rynku była zróżnicowana w poszczególnych państwach, co było uzależnione od wyjściowego poziomu długu publicznego i skali jego wzrostu.

Tabela 2. Wielkość, dynamika i struktura rynku rządowych papierów wartościowych państw strefy euro

Państwo	Wartość rynku rządowych papierów wartościowych (mld EUR) – stan na koniec okresu (do wykupu)				Dynamika rynku	Udział w rynku, %
	grudzień 2005	grudzień 2007	grudzień 2008	listopad 2009	listopad 2009/ grudzień 2005	listopad 2009
Austria	118 484	134 568	136 127	151 141	1,28	3,01
Belgia	229 142	234 049	237 907	255 542	1,12	5,08
Cypr	–	–	5 139	8 824	–	0,18
Finlandia	48 754	45 775	43 935	48 593	1,00	0,97
Francja	845 152	902 416	923 668	989 550	1,17	19,68
Grecja	173658	200 858	232 914	268 296	1,54	5,34
Hiszpania	304 590	299 228	329 117	415 428	1,36	8,26
Holandia	202 481	192 160	199 552	212 623	1,05	4,23
Irlandia	31 311	30 946	41 864	70 582	2,25	1,40
Luksemburg	248	0	2 000	2 000	8,05	0,04
Malta	–	–	3 328	3 759	–	0,07
Niemcy	1 031 401	1 118 617	1 135 720	1 182 300	1,15	23,51
Portugalia	69 700	79 355	82 982	92 510	1,33	1,84
Słowacja	–	–	–	20 046	–	0,40
Słowenia	–	7323	7 615	11 780	–	0,23
Włochy	1 062 306	1 138 083	1 193 623	1 300 231	1,22	25,86
Strefa euro	4 117 229	4 383 229	4 574 556	5 027 960	1,22	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych European Central Bank, Statistical Data Warehouse.

Największy udział w rynku rządowych papierów wartościowych strefy euro mają Włochy, Niemcy i Francja; instrumenty rządowe tych państw stanowiły łącznie na koniec listopada 2009 r. 60% rynku.

[4] Papiery wartościowe denominowane w euro emitowane przez pełnoprawnych członków UGW – stąd w przypadku Słowenii dane rozpoczynają się w 2007 r., a dla Cypru i Malty w 2008 r., dla Słowacji w 2009 r.

Wyróżnikiem obecnego kryzysu jest zróżnicowanie dochodowości papierów wartościowych poszczególnych państw strefy euro. W tabeli 3 ujęto średniomiesięczną dochodowość (przed opodatkowaniem) długoterminowych (10-letnich) obligacji rządów szczebla centralnego na rynku wtórnym.

Tabela 3. Średniomiesięczna dochodowość długoterminowych obligacji skarbowych państw strefy euro

Państwo	Dochodowość (%)					Marża w stosunku do obligacji niemieckich (pp)				
	04. 2008	12. 2008	03. 2009	07. 2009	11. 2009	04. 2008	12. 2008	03. 2009	07. 2009	11. 2009
Niemcy	4,04	3,05	3,02	3,34	3,22	0	0	0	0	0
Austria	4,22	3,74	4,01	3,79	3,34	0,18	0,69	0,99	0,45	0,12
Belgia	4,37	3,87	4,03	3,92	3,64	0,33	0,82	1,01	0,58	0,42
Cypr	4,60	4,60	4,60	4,60	4,60	0,56	1,55	1,58	1,26	1,38
Finlandia	4,22	3,72	3,81	3,77	3,53	0,18	0,67	0,79	0,43	0,31
Francja	4,27	3,54	3,65	3,73	3,56	0,23	0,49	0,63	0,39	0,34
Grecja	4,54	5,07	5,87	4,89	4,84	0,50	2,02	2,85	1,55	1,62
Hiszpania	4,32	3,86	4,06	4,01	3,79	0,28	0,81	1,04	0,67	0,57
Holandia	4,21	3,65	3,66	3,76	3,52	0,17	0,60	0,64	0,42	0,30
Irlandia	4,44	4,57	5,76	5,45	4,82	0,40	1,52	2,74	2,11	1,60
Luksemburg	4,55	4,17	4,30	4,46	3,87	0,51	1,12	1,28	1,12	0,65
Malta	4,77	4,17	4,58	4,61	4,45	0,73	1,12	1,56	1,27	1,23
Portugalia	4,52	4,00	4,68	4,25	3,80	0,48	0,95	1,66	0,91	0,58
Słowacja	4,46	4,72	4,71	5,04	4,23	0,42	1,67	1,69	1,70	1,01
Słowenia	4,47	4,56	4,71	4,33	3,87	0,43	1,51	1,69	0,99	0,65
Włochy	4,53	4,47	4,46	4,37	4,06	0,49	1,42	1,44	1,03	0,84
Strefa euro*	4,28	3,72	3,83	3,87	3,64	0,24	0,67	0,81	0,53	0,42

*2008 – UE–15, 2009 – UE–16.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Eurostat.

W okresie 1999 r. – połowa 2007 r. średnia marża (spread) dochodowości obligacji skarbowych w stosunku do dochodowości (stanowiących benchmark) 10-letnich niemieckich obligacji Bund wynosiła 18 punktów bazowych, w kwietniu 2008 r. 24 punkty bazowe, zaś w grudniu 2008 r. już 67 punktów bazowych. Największa średnia marża zanotowana była wiosną 2009 r. (w marcu wyniosła 81 punktów bazowych), po czym rozpoczął się proces zawężania przeciętnego spreadu – w listopadzie 2009 r. wynosił on 42 punkty bazowe, wciąż zdecydowanie więcej niż w okresie przedkryzysowym.

Jednocześnie wyraźnie wzmogły się różnice dochodowości obligacji emitowanych przez poszczególne państwa. O ile w kwietniu 2008 r. w grupie „starych" członków UGW spread nie przekraczał 50 punktów bazowych, to w marcu 2009 r. osiągnął poziom 285 punktów dla Grecji i 274 punktów dla Irlandii[5]. Interesujące jest na tym tle pytanie o przyczyny takiego zróżnicowania.

3. Przyczyny zróżnicowania dochodowości obligacji skarbowych

Do wybuchu kryzysu finansowego wydawało się, że względnie jednakowe warunki finansowania gospodarek obszaru jednowalutowego stanowią immanentną cechę jednolitego rynku finansowego, związaną między innymi z faktem, że w operacjach refinansujących Europejskiego Banku Centralnego obligacje emitowane przez państwa członkowskie UGW traktowane są równorzędnie (zob. European Central Bank 2008a, s. 14–19 i 34–58). Inaczej mówiąc, w obszarze jednowalutowym nie było reakcji rynków na brak dyscypliny budżetowej w danym państwie. Przewidywania co do takiego funkcjonowania jednolitego rynku po wprowadzeniu wspólnej waluty były jedną z przyczyn przyjęcia szczególnych regulacji stanowiących ramy dla narodowej polityki fiskalnej w UGW.

Obowiązujące reguły polityki fiskalnej mają umożliwiać identyfikację i ograniczanie potencjalnego negatywnego wpływu nieodpowiedzialnej polityki poszczególnych państw członkowskich na funkcjonowanie pozostałych krajów i Eurosystemu jako całości. Chodzi o to, aby, realizując cele „narodowe", uniknąć niekorzystnych efektów zewnętrznych (*externalities*) narodowej polityki fiskalnej i tzw. jazdy na gapę (*free riding*), a więc na koszt pozostałych uczestników UGW. Kwestiami, których mogą dotyczyć te niekorzystne efekty zewnętrzne są:

1. Wpływ nadmiernych deficytów budżetowych na poziom stóp procentowych na jednolitym rynku finansowym UE. Zwiększony popyt na fundusze pożyczkowe, wynikający z konieczności finansowania deficytu kraju nieprzestrzegającego dyscypliny finansów publicznych, stwarza presję na wzrost stóp procentowych nie tylko w tym kraju, ale na całym obszarze Unii, co wynika z natury jednolitego rynku. Kraje o zdrowych finansach publicznych doświadczają drenażu oszczędności i wzrostu kosztów finansowania. Oznacza to wypychanie wydatków ich sektora prywatnego przez wydatki publiczne państw o nadmiernym deficycie. Te efekty redystrybucyjne prowadzą do zmniejszenia efektywności gospodarowania i obniżenia tempa wzrostu gospodarczego obszaru Unii.
2. Niekorzystny wpływ nadmiernego deficytu na warunki realizacji scentralizowanej, jednolitej polityki pieniężnej. Ekspansja fiskalna skutkująca wzro-

[5] Marża dochodowości w stosunku do obligacji niemieckich była niższa od 80 punktów bazowych jedynie w przypadku obligacji fińskich, francuskich i holenderskich.

stem globalnego popytu stwarza presję inflacyjną, co skłania bank centralny do zaostrzenia polityki pieniężnej. Ta bardziej restrykcyjna polityka pieniężna ma zastosowanie we wszystkich krajach, także w tych, w których nie dochodzi do naruszenia dyscypliny budżetowej. Jednocześnie, ponieważ wyższe stopy procentowe oznaczają wyższe koszty obsługi długu publicznego, pojawiają się naciski na bank centralny, by przyjął łagodniejszy kurs polityki pieniężnej. Pogarsza to klimat relacji pomiędzy bankiem centralnym a rządami państw członkowskich.

3. Skutki wzrostu ryzyka niewypłacalności lub zaistnienia niewypłacalności państwa członkowskiego. Z jednej strony, chodzi tu o możliwy efekt „zarażenia" kryzysem pozostałych państw, z drugiej zaś, o ponoszenie kosztów niedopuszczenia do takiego kryzysu. Szczególne znaczenie ma tutaj to, że nieodpowiedzialna polityka fiskalna kraju członkowskiego może podważyć wiarygodność całego obszaru jednowalutowego i doprowadzić do załamania wartości wspólnego pieniądza.

Złagodzenie w 2005 r. postanowień Paktu stabilności i wzrostu[6] wzbudziło dyskusję na temat umożliwienia rynkom finansowym pełnienia funkcji dyscyplinowania narodowej polityki fiskalnej państw członkowskich. Proponowane rozwiązania dotyczyły przede wszystkim zmiany kryteriów kwalifikowalności aktywów przyjmowanych jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych Eurosystemu, tak aby różnicować obligacje skarbowe, emitowane przez państwa o niestabilnych i stabilnych finansach publicznych (Buiter i Sibert, 2006), bądź wykluczenia wszystkich aktywów reprezentujących dług publiczny[7] z kategorii aktywów kwalifikowalnych ze zwiększeniem znaczenia aktywów sektora prywatnego oraz certyfikatów depozytowych, emitowanych przez EBC i narodowe banki centralne (Wyplosz 2005).

Zanim doszło do realizacji tych postulatów, pod wpływem obecnego kryzysu rynki finansowe zaczęły pełnić funkcję dyscyplinującą narodową politykę fiskalną członków UGiW. Oznacza to, że „jazda na gapę" państw nieprzestrzegających dyscypliny finansów publicznych przestała być możliwa. Po dziesięciu latach

[6] Buiter (2006, s. 687–710) ogłosił wręcz „śmierć Paktu", stwierdzając jednocześnie, że jego konstrukcja (zarówno przed, jak i po reformie) jest z gruntu wadliwa – odnosi się (nieefektywnie) do kwestii stabilności fiskalnej i makroekonomicznej poszczególnych państw członkowskich, co powinno być domeną decyzji podejmowanych w tych państwach, nie odnosi się natomiast do stanu finansów publicznych w całości obszaru Unii, nie przyczynia się do koordynacji narodowej polityki fiskalnej ani do optymalizacji charakteru *policy-mix* realizowanej w tym obszarze, gdzie podejście ponadnarodowe byłoby pożądane.

[7] W 2007 r. zadłużenie instytucji rządowych i samorządowych stanowiło 49% ogólnej wartości zabezpieczeń kwalifikowalnych (European Central Bank 2008a, s. 57).

od wprowadzenia euro rynki obligacji odnotowują różnice ryzyka instrumentów emitowanych przez poszczególne państwa strefy euro[8].

Kwestia zróżnicowania dochodowości skarbowych papierów wartościowych może być rozpatrywana w trzech, powiązanych ze sobą, ujęciach uwzględniających (Codogno i in. 2003; Barrios i in. 2009):

1. Ryzyko kredytowe (*credit risk*), obejmujące ryzyko niewypłacalności emitenta (*default risk*), ryzyko obniżenia jego ratingu (*downgrade risk*), a także ryzyko spadku wartości rynkowej obligacji pod wpływem wzrostu marży kredytowej (*credit spread risk*). Trwający kryzys finansowy wpłynął na wszystkie aspekty ryzyka kredytowego poprzez pogorszenie stanu finansów publicznych państw członkowskich w rezultacie zastosowania dyskrecjonalnych pakietów ratunkowych, w połączeniu z działaniem automatycznych stabilizatorów koniunktury. Warto dodać, że na dokonywaną przez inwestorów ocenę wiarygodności kredytowej wpływa zarówno rzeczywisty, jak i przewidywany stan finansów publicznych. Oznacza to, że także te elementy pakietów ratunkowych, które nie skutkują zmianami bilansu budżetu (jak np. objęcie przez państwo udziałów kapitałowych w instytucjach finansowych czy nabycie od nich aktywów), są postrzegane jako działania potencjalnie powiększające przyszły dług publiczny, a zatem powiększające ryzyko kredytowe.
2. Ryzyko płynności (*liquidity risk*). Płynne rynki umożliwiają dokonanie wyceny portfela oraz zawarcie transakcji w każdym momencie; płynność rynku jest określona jego głębokością (*market depth* – wartość zleceń kupna i sprzedaży) oraz szerokością (*market breadth* – liczba zleceń kupna i sprzedaży). Na płynność rynku obligacji wywiera wpływ skala ich emisji, a także istnienie płynnego rynku transakcji futures o charakterze zabezpieczającym. W tym aspekcie obligacje niemieckie wykazują zasadniczą przewagę nad obligacjami innych państw strefy euro.
3. Ryzyko kredytowe i ryzyko płynności są ze sobą powiązane – z jednej strony, wzrost podaży skarbowych papierów wartościowych wpływa na wzrost płynności rynku, z drugiej jednak, jest wyrazem nierównowagi bilansu budżetu i rosnącego długu publicznego, co zwiększa skalę ryzyka kredytowego.
4. Zmiany skłonności (niechęci) inwestorów do podejmowania ryzyka (*risk aversion*), następujące pod wpływem zmian ogólnego klimatu ekonomicznego. Pogorszenie się tego klimatu i wzrost niepewności skutkują większą awersją wobec ryzyka i jego odmienną wyceną. Bardziej preferowane stają się płynne papiery wartościowe, emitowane przez rządy wiarygodne kre-

[8] Stąd zresztą pojawiła się w styczniu 2009 r. koncepcja emitowania wspólnych euroobligacji przez państwa strefy euro. Przeciwko niej zaprotestowała m.in. Polska, jednak głównymi oponentami były Niemcy, pragnące dyskontować wyższą wiarygodność ich papierów skarbowych niż obligacji rządu włoskiego czy greckiego; zob. Münchau (2009).

dytowo. W efekcie dostosowań struktury portfela aktywów do stanu nowej pożądanej równowagi rośnie premia za ryzyko (kredytowe i płynności), co różnicuje dochodowość obligacji emitowanych przez poszczególne państwa.

Dostosowania struktury portfela aktywów w sytuacji wzrostu awersji do podejmowania ryzyka wzmacniają skutki zmian postrzegania przez inwestorów ryzyka kredytowego i ryzyka płynności. Dostosowania te mają wówczas charakter kierowania się do „bezpiecznej przystani" (*flight-to-safety flows*), bezpiecznej w aspekcie jakości aktywów (*flight-to-quality*) i ich płynności (*flight-to-liquidity*)[9]. W strefie euro taką „bezpieczną przystanią" jest rynek niemieckich skarbowych papierów wartościowych, ocenianych jako wolne od ryzyka kredytowego (*default-free*) oraz najbardziej płynne.

Zakończenie

Silny wzrost zróżnicowania dochodowości obligacji skarbowych państw strefy euro mający miejsce od jesieni 2008 r. był konsekwencją nierównomiernego wzrostu postrzeganego przez inwestorów ryzyka (kredytowego i płynności), związanego z posiadaniem walorów poszczególnych państw. Czynnikiem wzmacniającym to zróżnicowanie była zwiększona awersja wobec ryzyka, wynikająca z pogarszających się globalnych prognoz makroekonomicznych, skłaniająca do kierowania kapitału do „bezpiecznej przystani", jaką w strefie euro jest rynek niemieckich obligacji Bund.

Najwyższe różnice dochodowości zanotowano wiosną 2009 r., po czym wraz ze stopniową poprawą perspektyw finansowych, następowało uspokajanie się rynków i zawężanie spreadów. Nie wydaje się jednak, aby powróciły one do poziomu przedkryzysowego. Znaczny wzrost rozmiarów długu publicznego w wielu państwach i perspektywy jego powiększenia, w celu sfinansowania nieujmowanych w budżecie kosztów działań antykryzysowych, wpływają na zróżnicowanie ryzyka kredytowego i żądanej premii za to ryzyko.

Można zatem oczekiwać, że mechanizm rynkowy zastąpi (uzupełni) mało skuteczne procedury Paktu stabilności i wzrostu w funkcji dyscyplinowania narodowej polityki fiskalnej państw strefy euro.

[9] Waga wpływu różnic jakości (kredytowej) i płynności obligacji skarbowych na różnice ich dochodowości nie jest dostatecznie zbadana. Należy sądzić, że kształtuje się odmiennie w różnych państwach. Przykład – w opinii Europejskiego Banku Centralnego (European Central Bank, 2009b, s. 35–38) spread między obligacjami francuskimi a niemieckimi daje się wyjaśnić przede wszystkim aspektem płynności.

Bibliografia

Barrios S., Iversen P., Lewandowska M., Setzer R. (2009), *Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis,* European Economy Economic Papers, No. 388, November.

Buiter W.H. (2006), *The 'Sense and Nonsense of Maastricht' revisited: What have we learnt about stabilization in EMU?,* Journal of Common Market Studies, Vol. 44, No. 4, November.

Buiter W.H., Sibert A. (2006), *How the Eurosystem's treatment of collateral in its open market operations weakens fiscal discipline in the Eurozone (and what to do about it),* Centre for Economic Policy Research Discussion Paper, No 5387.

Codogno L., Favero C., Missale A. (2003), *Yield spreads on EMU government bonds,* Economic Policy, October.

European Central Bank (2008a), *The implementation of monetary policy in the Euro Area,* Frankfurt am Main, November.

European Central Bank (2008b), *New evidence on credit and liquidity premia in selected Euro Area sovereign yields* (Box 4), ECB Monthly Bulletin, September.

European Commission (2009a), *Statistical Annex of European Economy,* Autumn, ECFIN/REP/51795/2009-EN.

European Commission (2009b), *Public finances in EMU 2009,* European Economy, nr 5.

Münchau W. (2009), *The benefits of a single European bond,* Financial Times, 26.01.2009.

Wyplosz Ch. (2005), *Financial markets should be be given a chance of replacing the Stability Pact,* Handelsblatt, May.

EURO AREA LONG-TERM SOVEREIGN BOND YIELD SPREADS DURING THE FINANCIAL CRISIS

Summary

The aim of this paper is to present the changes in euro area long-term sovereign bond yields during the financial crisis and to indicate the determinants of bond yield differentials. The strong rise in yield spreads started in autumn 2008 resulted from a combination of changes of three factors: credit risk, liquidity risk and risk aversion. Although an improvement in general financial conditions on government bond markets has been observed since spring 2009, it does not seem likely that spreads will revert to pre-crisis levels. This means that the market mechanism disciplining fiscal policy has been triggered off.