



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

ARTYKUŁY

**Z BIULETYNU MIESIĘCZNEGO
LUTY**

BCE ECB EZB EKT EKP

**OCENA TRENDÓW CENOWYCH
NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH
W STREFIE EURO**

**POLITYKA FISKALNA
A RYNKI FINANSOWE**

ARTYKUŁY

OCENA TRENDÓW CENOWYCH NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH W STREFIE EURO

W ciągu ostatnich pięciu lat średnie ceny nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro rosły stosunkowo dynamicznie, chociaż pomiędzy poszczególnymi krajami występują znaczne różnice. Wysoki popyt na nieruchomości mieszkaniowe związany był po części ze spadkiem stóp procentowych, który w wielu krajach towarzyszył wprowadzeniu wspólnej waluty i który znacząco zwiększył przystępność droższych nieruchomości. Jednocześnie wzrostowi popytu na mieszkania i domy towarzyszył ograniczony jak dotąd wzrost ich podaży.

Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych i związany z nim rosnący poziom kredytów i zadłużenia gospodarstw domowych pojawił się w kontekście sygnałów rosnącego ryzyka „przegrzania” na niektórych rynkach mieszkaniowych strefy euro. Sytuacja taka wymaga uważnego monitorowania tendencji cenowych na rynku nieruchomości mieszkaniowych, zwłaszcza w sytuacji silnego wzrostu kredytów mieszkaniowych towarzyszącego wysokiej dynamice cen mieszkań.

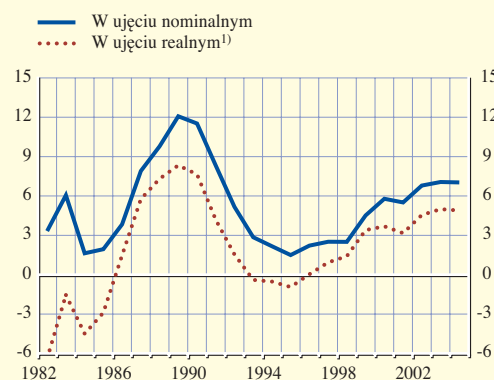
I WPROWADZENIE

Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych są istotnym czynnikiem rozważanym przy podejmowaniu decyzji w sprawie polityki pieniężnej ukierunkowanych na utrzymanie stabilności cen w strefie euro w średnim okresie. Zmiany te mogą na przykład wpływać na zachowania konsumpcyjne gospodarstw domowych (zwłaszcza poprzez tzw. efekt majątkowy) oraz na inwestycje mieszkaniowe¹. Zazwyczaj są też ściśle związane z dynamiką kredytów. Jakkolwiek ceny nieruchomości mieszkaniowych nie są uwzględnione we wskaźniku HICP, pośrednio mogą wpływać na będące jego składnikiem czynsze². Znaczenie dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych z punktu widzenia polityki pieniężnej jest też odbiciem wysokich kosztów gospodarczych towarzyszących powstawaniu, a następnie pękaniu baniek spekulacyjnych na rynkach nieruchomości³.

Analizując politykę pieniężną niezbędne jest rozpoznanie czynników kształtujących ceny nieruchomości mieszkaniowych z uwagi na ich znaczenie gospodarcze. W niniejszym artykule przeanalizowano aktualną sytuację na rynku mieszkaniowym strefy euro za pomocą dwóch

Wykres I Ceny nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro

(roczne zmiany w procentach)



Źródło: obliczenia EBC na podstawie danych krajowych.

¹⁾ Zdeflowane wskaźnikiem HICP.

metod monitorowania cen mieszkań i domów. Pierwsza metoda polega na łączeniu informacji, jakich dostarczają czynniki oddziałujące na popyt oraz na podaż mieszkań. Czynniki popytowe i podażowe należy analizować osobno, ponieważ strona podażowa rynku mieszkaniowego charakteryzuje się stosunkowo dużą inercją w krótkim okresie, co oznacza, że w tym horyzoncie zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych są determinowane głównie przez czynniki występujące po stronie popytu. Metoda druga polega na ocenie trendów cenowych na rynkach mieszkaniowych na podstawie zestawienia rentowności inwestycji mieszkaniowych z innymi, porównywalnymi rodzajami inwestycji.

¹ Zob. artykuł pt. *Recent trends in residential property prices in the euro area* w Biuletynie Miesięcznym z maja 2003 r. Zob. też F. Altissimo et al.: *Wealth and asset price effects on economic activity*, ECB Occasional Paper No 29, czerwiec 2005.

² Zob. ramka 2 w artykule pt. *The harmonised index of consumer prices: concept, properties and experience to date* w Biuletynie Miesięcznym z lipca 2005.

³ Zob. artykuł pt. *Asset price bubbles and monetary policy* w Biuletynie Miesięcznym z kwietnia 2005.

Ceny nieruchomości mieszkaniowych w krajach strefy euro

(roczne zmiany w procentach)

| | 1997-2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | | 2005 | |
|---------------------------|-----------|------|------|------|------|---------|-------|-------|-------|
| | | | | | | 1 półr. | 1 kw. | 2 kw. | 3 kw. |
| Belgia ¹⁾ | 5,0 | 5,3 | 7,7 | 7,8 | 6,8 | – | – | – | – |
| Niemcy ²⁾ | -0,5 | 0,1 | -1,2 | -0,9 | -2,1 | – | – | – | – |
| Grecja ²⁾ | 10,5 | 14,5 | 13,0 | 5,7 | 2,6 | – | 7,3 | – | – |
| Hiszpania ²⁾ | 6,2 | 9,9 | 15,7 | 17,6 | 17,4 | 14,8 | 15,7 | 13,9 | 13,4 |
| Francja ¹⁾ | 4,5 | 7,9 | 8,3 | 11,7 | 15,2 | 15,5 | 15,7 | 15,3 | 14,7 |
| Irlandia ²⁾ | 21,1 | 8,1 | 10,1 | 15,2 | 11,4 | 10,8 | 11,1 | 10,5 | 11,5 |
| Włochy ²⁾ | 2,1 | 8,0 | 12,9 | 10,0 | 9,0 | 11,6 | – | – | – |
| Luksemburg ³⁾ | 3,8 | 13,8 | 11,9 | 13,3 | – | – | – | – | – |
| Holandia ¹⁾ | 14,6 | 11,2 | 8,4 | 4,7 | 3,9 | 4,2 | 4,3 | 4,1 | 3,8 |
| Austria ^{2), 4)} | -1,9 | -3,6 | -1,0 | 0,9 | -0,6 | – | – | – | – |
| Portugalia ²⁾ | 5,8 | 3,6 | 1,1 | 1,6 | 0,4 | 1,9 | 0,5 | 3,2 | – |
| Finlandia ²⁾ | 10,7 | -0,5 | 7,4 | 6,3 | 7,3 | 4,1 | 3,8 | 4,5 | 6,0 |
| Strefa euro ²⁾ | 3,8 | 5,5 | 6,8 | 7,1 | 7,0 | 7,7 | – | – | – |

Źródła: Dane krajowe i obliczenia EBC.

Uwagi: Wartość dla strefy euro za 1. półrocze 2005 r. oszacowano na podstawie dostępnych danych krajowych i szacunków EBC. Szacunki półroczne wyznacza się na podstawie wyników rocznych, w związku z czym ich dokładność jest niższa niż danych rocznych.

1) Istniejące lokale mieszkalne.

2) Wszystkie lokale mieszkalne.

3) Domy.

4) Dane sprzed 2000 r. tylko dla Wiednia.

Część 2 zawiera przegląd zmian cen nieruchomości mieszkaniowych w ostatnim okresie na poziomie strefy euro oraz poszczególnych krajów. W części 3 przeanalizowano stronę popytową rynku mieszkaniowego, natomiast w części 4 – jego stronę podaźową. Część 5 przedstawia zastosowanie metody wyceny aktywów do analizy cen nieruchomości mieszkaniowych, zaś część 6 zawiera uwagi końcowe.

2 TRENDY CENOWE NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH W STREFIE EURO

Rok 2004 był piątym z kolei rokiem silnej dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych,

które według szacunków wzrosły o 7,0% (4,9% w ujęciu realnym przy użyciu deflatora HICP), w porównaniu do 7,1% (5,0% w ujęciu realnym) w 2003 r. (zob. wykres 1). Na ten ogólny wynik składają się bardzo różne dane na poziomie krajowym – wysoka dynamika cen dotyczy przede wszystkim rozwijających się rynków nieruchomości mieszkaniowych we Francji, Hiszpanii i Włoszech, podczas gdy w Niemczech ceny nieruchomości mieszkaniowych odnotowały nieznaczny spadek (zob. tabela powyżej). Dostępne dane kwartalne za 2005 r. nadal wskazują na wysoką, choć nieco wolniejszą niż w 2004 r. dynamikę cen w przypadku Hiszpanii, Francji i Irlandii.

Ramka 1

DOSTĘPNOŚĆ KLUCZOWYCH NIEFINANSOWYCH WSKAŹNIKÓW RYNKU MIESZKANIOWEGO

Biorąc pod uwagę intensywność debaty na temat cen aktywów i ich wpływu na gospodarkę, coraz większej wagi nabiera kwestia obszernej statystyki rynku mieszkaniowego. Oficjalnym statystykom sektora mieszkaniowego strefy euro daleko jednak do kompletności. W tej ramce przedstawiono kluczowe niefinansowe dane statystyczne dotyczące rynku mieszkaniowego strefy euro.

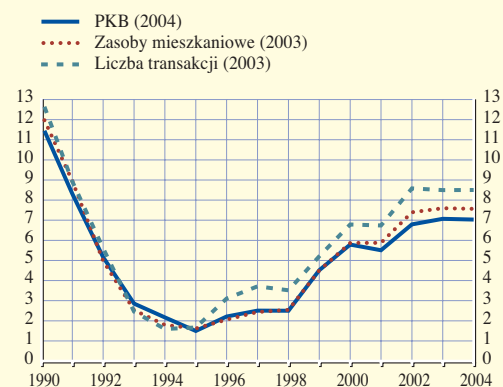
STATYSTYKA CEN NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

EBC zestawia i publikuje co pół roku wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro, oparty na niezharmonizowanych danych krajowych. Ponieważ w większości krajów strefy euro oficjalne statystyki nie obejmują wskaźników cen mieszkań, EBC (w ścisłej współpracy z krajowymi bankami centralnymi) korzysta z szeregu różnych źródeł danych dostarczanych przez agencje nieruchomości, banki hipoteczne i organizacje zawodowe notariuszy. Choć źródła te są bardzo przydatne, jeśli chodzi o śledzenie trendów cenowych na rynku mieszkaniowym, mają wiele niedostatków, do których należą ograniczony zakres terytorialny i przekrój typologiczny lokali mieszkalnych, różnice w rodzajach cen przyjmowanych do celów sprawozdawczości (np. ceny ofertowe a transakcyjne) czy też różnice w metodach korekty danych cenowych potrzebnych do uwzględnienia różnic w charakterystyce obiektów mieszkaniowych. Dodatkowo dane krajowe różnią się jeśli chodzi o częstotliwość i terminy ogłaszania¹. W celu obliczenia agregatów dla strefy euro wyniki krajowe są ważone udziałem danego kraju w PKB całej strefy euro. Zasadniczo dane statystyczne dotyczące cen mieszkań można agregować wykorzystując wagi oparte albo na transakcjach, albo na zasobach mieszkaniowych danego kraju, jednak dla niektórych krajów informacje takie nie są dostępne. Niemniej jednak obliczenia próbne wykorzystujące wartości szacunkowe wskazują, że obie metody ważenia prowadzą do wyznaczenia bardzo podobnego trendu wskaźnika cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro (zob. wykres A), natomiast wskaźnik ważony udziałem PKB w ostatnich latach wskazywał na niższe wzrosty cen.

Jakość statystyczna wskaźnika cen nieruchomości w strefie euro uległa poprawie w ostatnim czasie dzięki zmianom danych na poziomie krajowym. Ponadto EBC kompiluje szacunki rocznych stóp wzrostu agregatu dla strefy euro odnośnie danych sięgających wstecz do 1982 r.,

Wykres A Ceny nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro przy zastosowaniu różnych wag

(roczne zmiany w procentach)

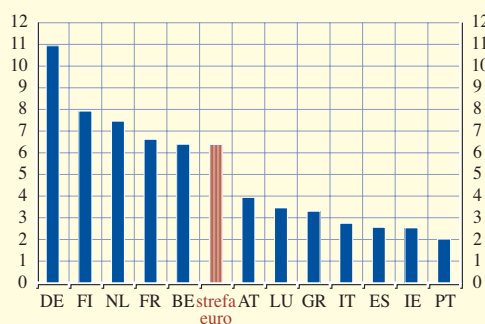


Źródła: obliczenia EBC na podstawie Eurostatu i danych krajowych.

Uwagi: W nawiasach podano rok referencyjny dla wag. W przypadku braku wag krajowych dla liczby transakcji i zasobów mieszkaniowych posłużono się szacunkami.

Wykres B Udział czynszów we wskaźniku HICP w krajach strefy euro

(procentowy udział we wskaźniku HICP za 2005 r.)



Źródło: Eurostat.

¹ Zob. ramka pt. *Residential property price developments in the euro area* w Biuletynie Miesięcznym z grudnia 2003, gdzie opisano te statystyczne.

podczas gdy wcześniej zestawiano je dla szeregu czasowego sięgającego jedynie 1991 r. Nadal konieczne są jednak dalsze prace w tej dziedzinie. Obiecującym projektem jest pilotażowe badanie Eurostatu dotyczące indeksu cen mieszkań zajmowanych przez właścicieli, którego wstępnych wyników dla strefy euro można oczekiwać w pierwszej połowie 2007 r.²

STATYSTYKA CZYNSZÓW

Indeksy cen czynszów, obliczane na podstawie ujednoczonych metod statystycznych, są uwzględnione we wskaźniku HICP dla wszystkich krajów strefy euro. Indeksy te są publikowane co miesiąc, około dwóch tygodni po zakończeniu danego okresu sprawozdawczego. Wpływ zmian cen czynszów na inflację HICP w krajach strefy euro jest bardzo zróżnicowany pod względem strukturalnym, ze względu na daleko idące różnice w wydatkach na czynsze pomiędzy poszczególnymi krajami. Dla przykładu w Niemczech udział czynszów we wskaźniku HICP jest ponad czterokrotnie wyższy niż w Hiszpanii, Irlandii, Portugalii czy Włoszech (zob. wykres B). Różnice te wynikają z różnych proporcji udziału mieszkań własnościowych w poszczególnych krajach.

WSKAŹNIKI STRUKTURALNE SEKTORA MIESZKANIOWEGO

Długoterminowe czynniki strukturalne mają ogromne znaczenie w ocenie trendów cenowych na rynku mieszkaniowym. We współpracy z krajowymi bankami centralnymi Unii Europejskiej EBC opracowuje zestaw strukturalnych wskaźników dotyczących sektora mieszkaniowego, obejmujący liczbę gospodarstw domowych, liczbę mieszkań, liczbę pustostanów, liczbę rozpoczętych i zakończonych inwestycji mieszkaniowych, liczbę transakcji mieszkaniowych oraz tytuł do lokalu (w rozbięciu na mieszkania zajmowane przez właścicieli i wynajmowane). Jakkolwiek definicje tych wskaźników w poszczególnych krajach europejskich nie są w pełni ujednoczone, opracowano definicje docelowe, które są w miarę możliwości uwzględniane w danych krajowych. Dostępność i terminowość publikacji tych wskaźników w różnych krajach jest różna. Agregaty na poziomie strefy euro zestawiane są przez EBC, jeśli stopa pokrycia dla danego kraju przekracza próg 80%. Większość agregatów dla strefy euro zaczęto zestawiać na początku lat 90. Wskaźniki strukturalne dla strefy euro są wskaźnikami rocznymi. Dla

Wskaźniki strukturalne sektora mieszkaniowego w strefie euro

| | | |
|---|--------------|--------------|
| Liczba lokali mieszkalnych na gospodarstwo domowe | 1,16% (1991) | 1,17% (2003) |
| Odsetek pustostanów | 11,4% (1993) | 12,4% (2001) |
| Odsetek nowo wybudowanych lokali mieszkalnych | 1,17% (1991) | 1,13% (2003) |
| Odsetek transakcji mieszkaniowych w liczbie lokali mieszkalnych | 2,12% (1998) | 2,17% (2003) |
| Odsetek lokali wynajmowanych ¹⁾ | 38,1% (1991) | 36,1% (2003) |
| Odsetek lokali zajmowanych przez właścicieli ¹⁾ | 58,2% (1991) | 60,9% (2003) |

Źródło: obliczenia EBC na podstawie danych krajowych.

Uwagi: Liczba lokali i odsetek pustostanów uwzględniają częściowo drugie domy i bazę noclegową dla turystów. W nawiasach podano początek i koniec szeregów czasowych.

1) Odsetki lokali wynajmowanych i zajmowanych przez właścicieli nie sumują się do 100% ze względu na wyłączenie innych tytułów do lokali (np. lokali wynajmowanych nieodpłatnie).

² Zob. ramka pt. *Treatment of owner-occupied housing in the HICP* w Biuletynie Miesięcznym z lipca 2005.

celów obliczenia agregatów dla strefy euro w przypadkach, gdy dane krajowe były dostępne z większą częstotliwością (np. dane z 10-letniego spisu powszechnego) luki uzupełniono posługując się interpolacją dostępnych obserwacji. Aktualne dane dla lat 2003-2004 dostępne są jedynie w ograniczonym zakresie.

Tabela strukturalnych wskaźników sektora mieszkaniowego przedstawia najwcześniejsze oraz najnowsze dane dla strefy euro. Dane pokazują zasadniczo stabilną liczbę mieszkań na jedno gospodarstwo domowe i rosnącą liczbę pustostanów. W okresie, dla którego opracowano agregaty dla strefy euro odsetek zakończonych inwestycji mieszkaniowych i transakcji na rynku mieszkaniowym niemal się nie zmienił. Wzrostowi odsetka mieszkań własnościowych z 58,2% (w 1991 r.) do 60,9% (w 2003 r.) towarzyszy odpowiadający mu spadek mieszkań wynajmowanych z 38,1% do 36,1%.

Przy korzystaniu z agregatów dla strefy euro niezbędna jest pewna doza ostrożności, jako że uwzględniają one nie do końca jednorodne dane krajowe; ponadto zakresy danych krajowych w poszczególnych okresach i dla poszczególnych wskaźników są różne. Dalsze prace nad tym zestawem wskaźników skupiać się będą na poprawie zakresu danych krajowych, ich terminowości oraz dostępności dłuższych szeregów czasowych.

W Holandii i Portugalii utrzymuje się odnotowana wcześniej tendencja umiarkowanego tempa wzrostu. Na podstawie dostępnych danych krajowych roczną dynamikę cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro w pierwszym półroczu 2005 r. szacuje się na 7,7%. Ze względu na brak harmonizacji danych krajowych, dane na poziomie strefy euro stanowią jedynie bardzo ogólny wskaźnik trendów cenowych i należy je interpretować z du-

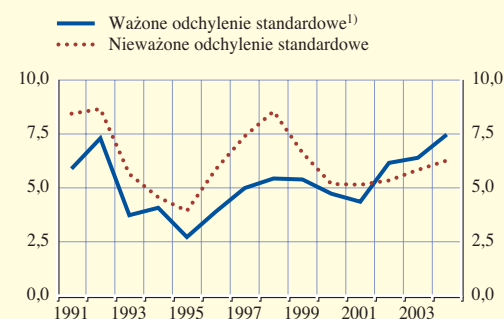
żą dozą ostrożności. W ramce 1 przedstawiono wskaźniki cen nieruchomości mieszkaniowych oraz – w szerszym zakresie – wskaźniki strukturalne sektora mieszkaniowego opracowywane przez EBC i krajowe banki centralne.

Od 2000 r. roczne stopy wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych oscylują wokół 6%-7%. Z perspektywy historycznej obserwowane w ostatnim czasie realne stopy wzrostu cen mieszkań i domów nie są jednak zbyt wysokie w porównaniu z wartościami notowanymi podczas okresów hossy na rynku mieszkaniowym w przeszłości. W ujęciu realnym odnotowana w ostatnim czasie dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych (około 5%) jest niższa niż w okresie poprzednich boomów na przełomie lat 80. i 90. (około 8%). Ponadto zaobserwowany wzrost rocznej dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych od połowy lat 90. był znacznie łagodniejszy niż w drugiej połowie lat 80.

Na koniec należy zauważyć, że mierzone wartości zróżnicowania (dyspersji) inflacji cen nieruchomości mieszkaniowych nie wskazują obecnie, by w krajach strefy euro dyspersja inflacji kształtowała się nietypowo (wykres 2). Stopień zróżnicowania według miary nieważonej pozostawał na poziomie bliskim średniej

Wykres 2 Dyspersja stóp wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro

(w punktach procentowych)



Źródła: dane krajowe i obliczenia EBC.

Uwaga: Ze względu na ograniczenia danych z obliczeń wyłączono Grecję. Brakujące dane dla Luksemburga za 2004 r. uzyskano poprzez ekstrapolację przy założeniu stałej stopy wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w tym kraju.

1) Na podstawie wag PKB za 2004 r.

Wykres 3 Ceny nieruchomości mieszkaniowych, nominalny dochód do dyspozycji gospodarstw domowych i przybliżona przystępność cen mieszkań w strefie euro

(roczne zmiany w procentach; średnia – indeks=100)



Źródła: obliczenia EBC na podstawie danych krajowych.

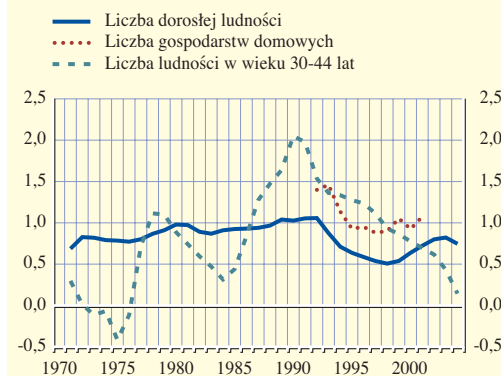
w latach 1991-2004, a wzrost miary ważonej odnotowany od połowy lat 90. jest przede wszystkim odbiciem ograniczonej dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych w Niemczech. Zróźnicowanie geograficzne można przypisać szeregowi czynników, takich jak czynniki demograficzne, wysokość dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, dostępność i koszt finansowania zakupu nieruchomości, zachęty podatkowe, koszty transakcyjne, dostępność gruntów, koszt budowy oraz odsetek mieszkań własnościowych.

3 ANALIZA POPYTU NA MIESZKANIA I JEGO DETERMINANTY

Popyt na mieszkania i domy – a zatem i dynamika ich cen – kształtuje się pod wpływem szeregu ważnych zmiennych gospodarczych. Zmienne te można podzielić na dwie grupy: niefinansowe i finansowe. Jeśli chodzi o czynniki niefinansowe, istnieje wiele dowodów na to, że popyt mieszkaniowy kształtuje się pod wpływem cen nieruchomości mieszkaniowych, wielkości dochodów gospodarstw domowych (obecnych i oczekiwanych) oraz sytuacji demograficznej. Jeśli chodzi o czynniki finansowe, popyt mieszkaniowy kształtują cena i do-

Wykres 4 Liczba dorosłej ludności, liczba ludności w wieku 30-44 lat i liczba gospodarstw domowych

(roczne zmiany w procentach)



Źródła: Eurostat i EBC.

stępność finansowania hipotecznego, ze względu na to, że zakup mieszkania lub domu jest często finansowany kredytem. Innym czynnikiem, który może pomóc w wyjaśnieniu zmian popytu mieszkaniowego, jest przystępność cenowa, będąca wypadkową dochodów gospodarstwa domowego i warunków finansowania.

DOCHODY GOSPODARSTW DOMOWYCH

Kluczowym niefinansowym czynnikiem wpływającym na wielkość popytu mieszkaniowego jest poziom dochodów przypadających na gospodarstwo domowe (zarówno obecnych, jak i oczekiwanych). Ponieważ szereg czasowy dla liczby gospodarstw domowych w strefie euro istnieje nadal dla dość krótkiego okresu (zob. poniżej), do analiz wykorzystuje się często szereg czasowy dla łącznej wartości dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych. Ponadto, trudno jest ocenić przyszłe dochody, w związku z czym analiza opiera się w znacznym stopniu na ich obecnej dynamice. Od połowy lat 80. roczne stopy zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych oscylowały wokół wartości odpowiadającej rocznej stopie wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (zob. wykres 3). Wynika

z tego, że w długim okresie trendy te przebiegają zgodnie. Niemniej jednak w niektórych okresach zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych mogą kształtować się w sposób odmienny od przebiegu nominalnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Od 1999 r. roczna dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych kształtowała się konsekwentnie powyżej dynamiki nominalnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Zjawisko to może jednak stanowić korektę procesu zaobserwowanego w latach 1994-1998, kiedy to nominalne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych rosły szybciej niż ceny nieruchomości mieszkaniowych. W efekcie jedna z przybliżonych miar przystępności cenowej – współczynnik nominalnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych do cen nieruchomości mieszkaniowych⁴ – systematycznie spada od 1999 r., po okresie wzrostu w latach 1994-1998. Zmiany nominalnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych mogą zatem nie wyjaśniać w pełni dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych w ostatnim czasie.

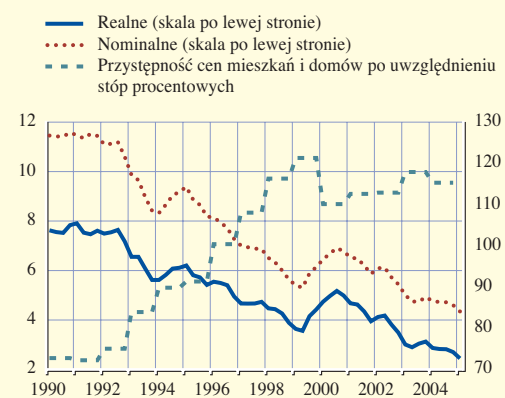
CZYNNIKI DEMOGRAFICZNE

Innym ważnym czynnikiem niefinansowym wpływającym na popyt mieszkaniowy jest demografia. Dla przykładu, można oczekiwać, że wzrost liczby gospodarstw domowych przyczyni się do wzrostu popytu na lokale mieszkalne, a zatem do wzrostu ich cen. Jak widać na wykresie 4, w ciągu ostatnich piętnastu lat liczba gospodarstw domowych rosła znacznie szybciej niż liczba dorosłej ludności, co odzwierciedla strukturalne przesunięcie w kierunku mniejszych gospodarstw domowych. Zjawisko to mogło przyczynić się do wzrostu popytu na mieszkania i domy. Ponadto w niektórych krajach (np. w Hiszpanii, Włoszech czy Irlandii) ważną rolę w podtrzymywaniu popytu mieszkaniowego mogła odegrać imigracja.

⁴ Jest to odwrotność tzw. wskaźnika ceny (mieszkania) do zysku (gospodarstwa domowego).

Wykres 5 Nominalne i realne stopy oprocentowania kredytów na zakup lokalu mieszkalnego oraz przystępność kredytów po uwzględnieniu stóp procentowych

(w punktach procentowych; średnia – indeks = 100)



Źródła: Consensus Economics i EBC.

Uwagi: Dane o stopach procentowych zdeflowano długoterminowymi oczekiwaniami inflacyjnymi Consensus Economics. Stopy procentowe MIF zagregowano wykorzystując w miarę możliwości kwotę niespłaconego salda. W przypadku braku tych danych wykorzystano wysokość nowych kredytów dla 2003 r. W styczniu 2003 r. w szeregu stóp procentowych nastąpiła przerwa statystyczna. Dla uwzględnienia tego faktu poziomy stóp procentowych z wcześniejszych statystyk skorygowano na podstawie różnicy pomiędzy starym i nowym poziomem danych o stopach procentowych za styczeń 2003 r.

W dalszej perspektywie, jeśli trendy w wielkości gospodarstw domowych i imigracji miałyby się utrzymać, mogłoby to częściowo zrównoważyć potencjalnie negatywny wpływ oczekiwanego obniżenia stopy wzrostu liczby ludności⁵, w szczególności w grupie dokonującej zakupów mieszkaniowych, czyli zwykle osób w wieku 30-44 lat.

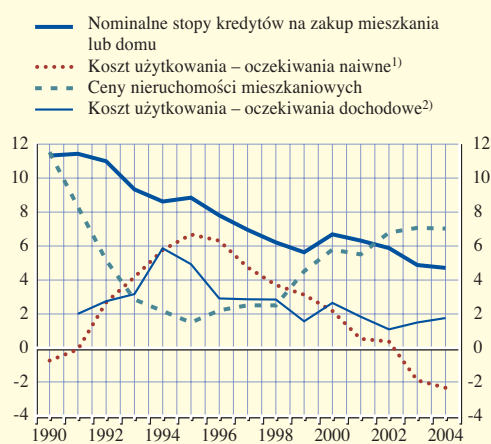
OPROCENTOWANIE KREDYTÓW ORAZ KOSZT UŻYTKOWANIA KAPITAŁU MIESZKANIOWEGO

Przechodząc do finansowych czynników determinujących popyt na mieszkania i domy należy odnotować, że spadek realnego oprocentowania kredytów bankowych na ich zakup przy-

⁵ Uwzględniony m.in. w projekcjach Eurostatu dotyczących liczby ludności. Więcej szczegółów można znaleźć w Eurostat News Release (48/2005): *EU25 population rises until 2025, then falls*, 8 kwietnia 2005.

Wykres 6 Ceny nieruchomości mieszkaniowych i nominalny koszt użytkowania kapitału mieszkaniowego

(w punktach procentowych, roczne zmiany w procentach)



Źródło: EBC i obliczenia EBC na podstawie danych krajowych.
 1) Gospodarstwa domowe formułują oczekiwania co do wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych poprzez prostą ekstrapolację wzrostu cen nieruchomości w poprzednim roku.
 2) Oczekiwania co do wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych formułowane są poprzez ekstrapolację wzrostu dochodów do dyspozycji w poprzednim roku.

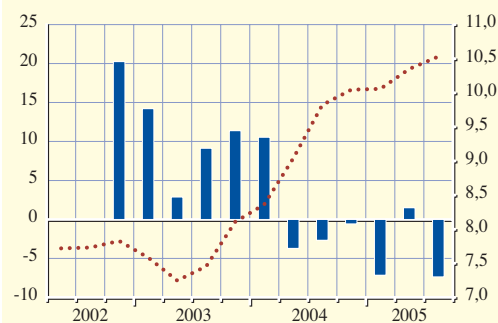
czynił się do utrzymania popytu mieszkaniowego w ostatnim okresie dynamicznego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych (zob. wykres 5). Spadek oprocentowania dotyczył (choć w różnym stopniu) wszystkich kategorii zapadalności. Jest to ważne spostrzeżenie dla strefy euro, biorąc pod uwagę, że stosunek kredytów hipotecznych o stałych stopach procentowych do kredytów o stopach zmiennych w poszczególnych krajach strefy euro znacznie się różni. Ogólnie rzecz biorąc wszystkie kraje strefy euro skorzystały na dogodnych warunkach finansowania.

Spadek oprocentowania kredytów hipotecznych spowodował, że kupno nieruchomości stało się przystępne cenowo dla większej liczby osób. W celu skwantyfikowania tego zjawiska można obliczyć miarę przystępności cenowej (skorygowanej o wpływ stóp procentowych) dzieląc nominalne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych przez dochód potrzebny na zakup mieszkania lub domu

Wykres 7 Bankowe standardy kredytowe a kredyty na zakup mieszkania lub domu

(odsetek odpowiedzi, netto; roczne zmiany w procentach)

— Standardy kredytowe stosowane przy udzielaniu kredytów dla gospodarstw domowych na zakup mieszkania lub domu (skala po lewej stronie)
 Roczny wzrost kredytów dla gospodarstw domowych na zakup mieszkania lub domu (skala po prawej stronie)



Źródło: EBC.

Uwaga: Odsetek odpowiedzi, netto dla pytania o standardy kredytowe w badaniu działalności kredytowej banków w strefie euro jest definiowany jako różnica pomiędzy sumą odsetka odpowiedzi „zostały znacząco zastrzone” i „zostały nieco zastrzone” oraz sumą odsetka odpowiedzi „zostały znacząco poluzowane” i „zostały nieco poluzowane”.

przy obowiązujących warunkach kredytowania⁶. Po uwzględnieniu zmian nominalnych stóp oprocentowania kredytów hipotecznych okazuje się, że w ciągu ostatnich pięciu lat przystępność cenowa ustabilizowała się na zasadniczo niezmiennym poziomie, po okresie stałego wzrostu w latach 90. Wynik taki jest skrajnie odmienny niż w przypadku przedstawionej wcześniej przybliżonej miary przystępności cenowej, która w ostatnich pięciu latach systematycznie spadała. Świadczy to o tym, że biorąc pod uwagę przystępność cenową bardzo niski poziom stóp procentowych skompensował wysoki wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych.

6 Warunki kredytowania obejmują m.in. długość okresu kredytowania, wysokość wkładu własnego oraz maksymalny procent dochodu gospodarstwa domowego, który może być przeznaczony na comiesięczną spłatę kredytu. W dalszej części artykułu przyjmuje się 20-letni okres kredytowania, 30-procentowy wkład własny i maksymalnie 25% dochodu do dyspozycji przeznaczone na spłatę kredytu. Wartości te przyjmuje się za typowe dla strefy euro.

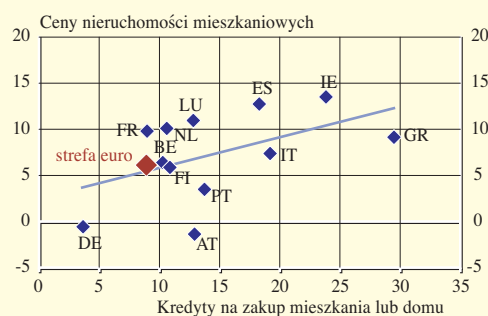
Oprocentowanie kredytów hipotecznych jest tylko jednym ze składników kosztów ponoszonych przy inwestowaniu w mieszkanie lub dom. Należy również uwzględnić koszty konserwacji i napraw, amortyzacji oraz ewentualnych podatków od zysków kapitałowych z tytułu wzrostu wartości nieruchomości. Wszystkie te koszty, skorygowane w celu uwzględnienia potencjalnego zysku lub straty kapitałowej z tytułu inwestycji w mieszkanie stanowią koszt użytkowania kapitału mieszkaniowego. Miara ta stanowi szacunek oczekiwanych kosztów utrzymywania kapitału mieszkaniowego przez określony okres, będący ważnym czynnikiem przy analizie popytu na mieszkania. Ponieważ wpływ niektórych z tych składników kosztów jest trudny do oszacowania, zwłaszcza na poziomie strefy euro, najpowszechniej stosowaną miarą kosztu użytkowania kapitału mieszkaniowego jest kombinacja stopy oprocentowania kredytów na zakup mieszkania lub domu oraz oczekiwanego zysku lub straty wynikających ze zmian cen nieruchomości mieszkaniowych w danym okresie.

Wykres 6 przedstawia dwie miary kosztu użytkowania. W przypadku pierwszej miary zakłada się, że gospodarstwa domowe formułują oczekiwania co do wzrostu cen mieszkań poprzez prostą ekstrapolację wzrostu cen mieszkań w poprzednim roku. W przypadku drugiej miary oczekiwania co do cen mieszkań opierają się na ekstrapolacji przyrostu dochodu do dyspozycji w poprzednim roku. Druga miara opiera się na intuicyjnym przekonaniu, że gospodarstwa domowe – świadome, że w długim okresie ceny mieszkań i poziom dochodów do dyspozycji zazwyczaj zmieniają się równoległe – mogą postrzegać jako nietrwałe wzrosty cen mieszkań przewyższające wzrost dochodów. Oba przykłady przedstawiono jedynie w celach ilustracyjnych, a zmiany tych miar należy interpretować ostrożnie, jako że na kształtowanie się oczekiwań wpływają również inne czynniki.

Chociaż obie miary sugerują, że w 2004 r. koszt użytkowania kapitału mieszkaniowego był niski, ich przebieg na przestrzeni ostatnich

Wykres 8 Dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych i kredytów hipotecznych

(średnie roczne zmiany w procentach w latach 1999-2004)



Źródło: EBC.

Uwaga: Dane dla Luksemburga tylko do 2003 r.

piętnastu lat był bardzo różny. Podkreśla to wagę oczekiwań co do wzrostu cen mieszkań w przyszłości przy określaniu kosztu użytkowania. Wykres 6 pokazuje, że obie miary są obecnie na poziomie zbliżonym do najniższego od początku lat 90. Jednakże, podczas gdy pierwsza miara w ostatnich latach wykazuje wyraźny trend spadkowy, druga pozostawała na zasadniczo stabilnym poziomie przez ostatnich 5-6 lat. Biorąc pod uwagę charakter oczekiwań uwzględnionych w pierwszej z miar, jej trend spadkowy można postrzegać jako wskazujący na przesadny optymizm co do przyszłych zmian cen mieszkań. Wychodząc z założenia, że w przyszłości ceny mieszkań będą rosły w równie wysokim tempie jak w bezpośredniej przeszłości, inwestorzy mogą mieć wrażenie, że koszt użytkowania kapitału mieszkaniowego jest bardzo niski, co skłania ich do zwiększenia inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe. Ten dodatkowy popyt prowadzi do dalszego wzrostu cen mieszkań i domów, powodując – poprzez mechanizm oczekiwań – powstanie wrażenia, że koszt użytkowania kapitału jest niższy. Ta samospełniająca się przepowiednia – o ile nie będą jej przeciwdziałać inne czynniki – może doprowadzić do znaczących zaburzeń cenowych, które w końcu mogą spowodować gwałtowną korektę cen i sprowadzić na gospodarstwa domowe problemy bilansowe.

WARUNKI UDZIELANIA KREDYTÓW I INNE WARUNKI FINANSOWANIA

Ogólne warunki finansowania kupna nieruchomości mieszkaniowych obejmują – obok stóp procentowych i kosztu użytkowania kapitału mieszkaniowego – również dostępność i warunki kredytu. Czynniki te mogą mieć dodatkowy wpływ na popyt mieszkaniowy (zwłaszcza w przypadku występowania niedoskonałości na rynku kredytów, np. ograniczeń dla kredytobiorców). W ramach ankietowych badań działalności kredytowej banków w strefie euro EBC regularnie analizuje zarówno oprocentowanie, jak i inne warunki kredytowania zakupu mieszkań i domów.

Jak widać na wykresie 7, od rozpoczęcia badań ankietowych w 2002 r. nastąpiło stopniowe poluzowanie standardów kredytowych stosowanych przez banki przy udzielaniu kredytów gospodarstwom domowym na zakup mieszkania lub domu i w ostatnich latach wskaźnik ilustrujący stopień ich restrykcyjności (netto) zmienił wartość z dodatniej na ujemną. Zjawisko to towarzyszyło dającemu się zauważyć skokowi dynamiki kredytów mieszkaniowych (w ujęciu rok do roku) od drugiego kwartału 2003 r., która w ostatnich kwartałach osiągnęła wartości dwucyfrowe. Korzystniejsze warunki podaży kredytów mogą zatem być tym czynnikiem, którym należy tłumaczyć dynamiczny wzrost kredytów hipotecznych i który przyczynił się do zwiększenia popytu mieszkaniowego. Poluzowanie standardów kredytowych w analizowanym okresie przejawia się zarówno w zawężaniu marży na kredytach, jak i na pozacenowych warunkach kredytowania, takich jak wysokość wkładu własnego czy wydłużenie terminów spłaty nowych kredytów⁷. Jednocześnie z badań ankietowych banków wynika, że postrzegają one perspektywy rynku mieszkaniowego jako jeden z głównych czynników leżących u podstaw popytu na kredyty mieszkaniowe. Hossa na rynku mieszkaniowym może więc być po części skutkiem silnej dynamiki takich kredytów, a po części czynnikiem, który tę dynamikę napędza.

Jednym z możliwych źródeł sprzężenia zwrotnego cen nieruchomości mieszkaniowych oraz dynamiki kredytów jest wpływ cen mieszkań i domów na wartość netto majątku gospodarstwa domowego, a w szczególności na dostępność i wartość zabezpieczeń. Większa dostępność oraz wyższa wartość zabezpieczeń stwarzają warunki zachęcające do dalszego zadłużania się, stanowiąc w ocenie kredytodawców czynniki obniżające ryzyko (a tym samym ograniczające pokusy nadużycia zaufania (ang. *moral hazard*) oraz negatywną selekcję, obecne przy udzielaniu kredytów bez zabezpieczenia). Ten kanał transmisji polityki pieniężnej (poprzez kredyty lub zabezpieczenia) jest szczególnie istotny we wzajemnym oddziaływaniu rynków mieszkaniowego i kredytów hipotecznych w kontekście cykli finansowych⁸.

Na tym tle analiza dynamiki pieniądza i kredytów w powiązaniu ze zmianami cen mieszkań i domów może stanowić dodatkową wskazówkę co do trwałości zmian cen nieruchomości mieszkaniowych, podobnie jak w przypadku wyceny innych aktywów. W szczególności wysoki poziom płynności może przełożyć się na ceny aktywów niepieniężnych, np. obligacji, akcji czy nieruchomości mieszkaniowych, a dane empiryczne wskazują, że epizody wysokiej dynamiki pieniądza i kredytów są zwykle powiązane z cyklami hossy i bessy w wycenie aktywów⁹. W tym kontekście, biorąc pod uwagę stabilność finansową istotna jest również analiza bilansów gospodarstw domowych¹⁰.

⁷ Wyniki najnowszego badania ankietowego można znaleźć w ramce pt. *The results of the January 2006 bank lending survey for the euro area* w tym wydaniu Biuletynu Miesięcznego oraz na stronie internetowej EBC. (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>).

⁸ Zob. np. M. Iacoviello: *House prices, borrowing constraints and monetary policy in the business cycle*, *American Economic Review*, 95 (3), str. 739-64, czerwiec 2005, oraz K. Aoki, J. Proudman i J. Vlieghe: *House prices, consumption, and monetary policy: a financial accelerator approach*, Bank of England Working Paper No 169, 2002.

⁹ Zob. artykuł pt. *Asset price bubbles and monetary policy* w Biuletynie Miesięcznym z kwietnia 2005. oraz C. Detken i F. Smets: *Asset price booms and monetary policy*, ECB Working Paper No 364, maj 2004.

¹⁰ Zob. np. *Financial Stability Review* publikowany przez EBC, wydanie z grudnia 2005.

Wykres 8 pokazuje, że od powstania Unii Walmutowej wzrost kredytów hipotecznych i dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych przebiegały zasadniczo równolegle. W ciągu ostatnich pięciu lat w krajach strefy euro doświadczających hossy na rynkach nieruchomości miał również miejsce najsilniejszy wzrost kredytów hipotecznych. Nadal jednak trudno jest ustalić, do jakiego stopnia wzrost kredytów jest tylko odbiciem dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych, a do jakiego stopnia sam na nią oddziałuje. Ponadto, obie te zmienne kształtują się również pod wpływem szeregu innych czynników.

Wykres 8 ilustruje również znaczące różnice pomiędzy krajami, jeśli chodzi o dynamikę cen

nieruchomości mieszkaniowych i dynamikę kredytów – pomimo wspólnej polityki pieniężnej i poprawy warunków finansowania od 1999 r. – które świadczą o nadal dużym znaczeniu czynników krajowych. Jednocześnie rozbieżne stopy wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych i kredytów w ciągu ostatnich pięciu lat mogą również świadczyć o postępującej konwergencji, jeśli weźmie się pod uwagę znacząco różne poziomy wyjściowe cen nieruchomości mieszkaniowych oraz zadłużenia hipotecznego w poszczególnych krajach. W ramce 2 przeanalizowano szereg strukturalnych cech systemów finansowania sektora mieszkaniowego w strefie euro, które mogą wyjaśnić zróżnicowanie dynamiki kredytów i wskaźników zadłużenia w stosunku do PKB.

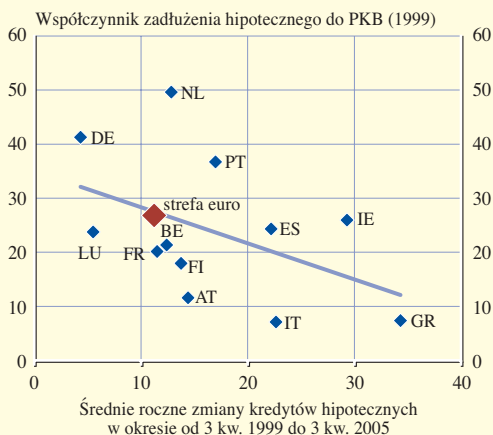
Ramka 2

STRUKTURA RYNKÓW KREDYTÓW HIPOTECZNYCH STREFY EURO

W ostatnich latach współczynnik zadłużenia hipotecznego do PKB w strefie euro szybko rósł. W kategorii „saldy niespłaconych kredytów na zakup nieruchomości mieszkaniowych udzielonych przez monetarne instytucje finansowe gospodarstwu domowemu” współczynnik ten

Wykres A Dynamika kredytów hipotecznych i współczynnik zadłużenia hipotecznego do PKB

(w procentach)

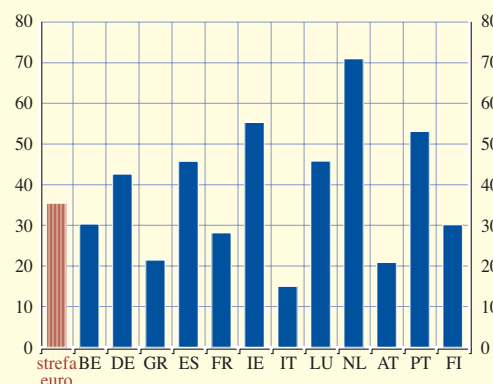


Źródła: EBC.

Uwagi: Dynamika kredytów i zadłużenia na podstawie danych MIF.

Wykres B Współczynnik zadłużenia hipotecznego do PKB

(procentowy udział we wskaźniku HICP za 2005 r.)



Źródło: EBC.

Uwaga: Poziom zadłużenia na podstawie danych MIF.

wzrósł z 25% w 1999 r. do około 35% w połowie 2005 r. Wzrost ten odzwierciedla w dużej mierze wysoką dynamikę kredytów w warunkach niskich stóp procentowych w kilku krajach strefy euro po wprowadzeniu wspólnej polityki pieniężnej. Wzrost ten może być również związany z liberalizacją oraz poprawą efektywności i wzrostem konkurencji na rynkach kredytów hipotecznych niektórych krajów strefy euro.

Kraje o średnio niższym w początkowym okresie wskaźniku zadłużenia hipotecznego odnotowały większy przyrost kredytów hipotecznych niż kraje, w których wskaźnik zadłużenia był początkowo wyższy (zob. wykres A). Może to świadczyć o postępowaniu procesu doganiania bardziej rozwiniętych gospodarek przez słabiej rozwinięte. Niemniej jednak w 2005 r. nadal występowały znaczne różnice we wskaźnikach zadłużenia pomiędzy krajami członkowskimi strefy euro (zob. wykres B). Różnice te można wyjaśnić specyfiką struktury rynku kredytów hipotecznych w poszczególnych krajach. W dalszej części tej ramki przedstawiono niektóre z tych specyficznych cech. Przy ich interpretacji należy pamiętać, że podlegają one zmianom w czasie¹.

Po pierwsze, popyt na kredyty mieszkaniowe w danym kraju zależy od czynników demograficznych oraz przyzwyczajzeń społeczeństwa. Należą do nich np. odsetek ludności w kategorii wiekowej dokonującej zakupów nieruchomości mieszkaniowych (zazwyczaj są to osoby pomiędzy 30 a 44 rokiem życia). Kolejnym czynnikiem może być odsetek gospodarstw domowych o podwójnych dochodach sprzyjający wyższym wskaźnikom wysokości kredytu w stosunku do wartości nieruchomości (ang. *loan-to-value* – LTV) a tym samym wyższemu poziomowi kredytów hipotecznych. Inne ważne czynniki obejmują przeciętną wielkość gospodarstwa domowego i odsetek mieszkań własnościowych. Istnieje na przykład niepotwierdzone badaniami przekonanie, że w pewnych krajach bardziej niż w innych rozpowszechniony jest model wielopokoleniowego gospodarstwa domowego lub finansowania zakupów nieruchomości mieszkaniowych przy pomocy transferów międzypokoleniowych, co ogranicza zapotrzebowanie na kredyty hipoteczne. Jednocześnie niższy odsetek mieszkań własnościowych (na przykład ze względu na duże rozmiary publicznego sektora mieszkaniowego) powinien z zasady wiązać się z niższym poziomem zadłużenia gospodarstw domowych.

Po drugie, różnice we wskaźnikach zadłużenia hipotecznego mogą również być odbiciem specyfiki rynku mieszkaniowego, np. różnic w średnim poziomie cen czy kosztów mieszkania lub domu. Na pierwszy rzut oka wydawać by się mogło, że wysokie (w ujęciu bezwzględny) ceny lub koszty nieruchomości mieszkaniowych mogą utrudniać gospodarstwom domowym zgromadzenie oszczędności niezbędnych na wpłatę własną, co wiązałoby się z niskim odsetkiem mieszkań własnościowych i wskaźników zadłużenia hipotecznego. Jednak na poziomie bardziej podstawowym można przyjąć, że poziom cen lub kosztów nieruchomości mieszkaniowych wiąże się z poziomem rozwoju danego kraju mierzonego dochodem na jednego mieszkańca, a zatem również poziomem zadłużenia hipotecznego.

Po trzecie, różnice w poziomie zadłużenia gospodarstw domowych mogą się również wiązać z cechami sektora finansowego i łatwością w dostępie do kredytu. Jednym z czynników należących do tej kategorii mogą być na przykład gama oferowanych produktów hipotecznych oraz ich wpływ na wielkość kredytów hipotecznych zaciąganych przez gospodarstwa domowe. Inne istotne cechy to odchylenia maksymalnej wielkości kredytów i dostępność kredytów dla kredytobiorców o słabej historii kredytowej. Zazwyczaj istnieją także różnice krajowe w dłu-

gości okresu spłaty kredytu, który zazwyczaj jest krótszy na południu Europy (gdzie typowy okres spłaty wynosi 15 lat) niż w pozostałych krajach europejskich (gdzie normą są kredyty spłacane w ciągu 25-30 lat). Przeciętna wielkość kredytu może być również wyższa w przypadku stosowania przez banki w danym kraju przy udzielaniu kredytu wyższego wskaźnika LTV. Dodatnia korelacja wskaźników LTV i kwoty niespłaconych kredytów hipotecznych została potwierdzona na poziomie makroekonomicznym. Różnice wskaźników LTV nabierają dodatkowej wagi w przypadku możliwości zaciągania wtórnych pożyczek pod zastaw hipoteki w wysokości przewyższającej kwotę niespłaconego kredytu, przeznaczanych następnie na konsumpcję lub zakup aktywów finansowych².

Na koniec należy wspomnieć o wpływie działań fiskalnych na różnice poziomu zadłużenia gospodarstw domowych pomiędzy krajami. Chodzi tu o kwestie takie jak możliwość odliczenia od podatku odsetek od kredytu czy podatek od zysków kapitałowych z tytułu wzrostu wartości nieruchomości. W niektórych krajach, gdzie istnieje możliwość odliczenia od podatku odsetek od kredytu lub gdzie kredyt hipoteczny nie musi być spłacany równomiernie przez cały okres kredytowania, zaciągnięcie takiego kredytu może stwarzać korzyści podatkowe. Struktura efektywnych stóp podatkowych również może zwiększyć atrakcyjność odliczania od podatku odsetek od kredytu hipotecznego. Im wyższa efektywna stopa podatku, tym bardziej korzystna jest taka możliwość. Odmienne ujęcie podatkowe transakcji zakupu mieszkania lub domu w porównaniu z innymi aktywami także ma wpływ na decyzje gospodarstw domowych, by wykorzystać własne mieszkanie lub dom jako instrument inwestycyjny.

Reasumując, wydaje się, że w ostatnich latach nastąpił pewien postęp w konwergencji wskaźników zadłużenia hipotecznego, do którego przyczyniła się konwergencja stóp procentowych i być może również deregulacja finansowa na niektórych rynkach kredytów hipotecznych. Nadal jednak występują poważne różnice w poziomie zadłużenia gospodarstw domowych pomiędzy krajami strefy euro, będące odbiciem różnic w charakterystyce strukturalnej rynków kredytów hipotecznych w tych krajach.

¹ Zob. ramka 1 pt. *Features of mortgage contracts in the euro area* w Biuletynie Miesięcznym z listopada 2004 r., zawierająca omówienie dominacji kredytów o oprocentowaniu stałym w stosunku do oprocentowania zmiennego. Ta cecha strukturalna rynku kredytów hipotecznych ma podstawowe znaczenie dla siły transmisji monetarnej, natomiast w mniejszym stopniu związana jest z poziomem zadłużenia hipotecznego.

² Szerzej, dotyczy to wszelkich kredytów i pożyczek gospodarstw domowych zabezpieczonych na zasobach mieszkaniowych, lecz nie zainwestowanych w te zasoby. Dotychczas rozwiązanie to nie upowszechniło się w krajach strefy euro, za wyjątkiem Holandii. Może jednak potencjalnie stać się czynnikiem napędzającym wzrost kredytów i pożyczek hipotecznych oraz wpłynąć na wrażliwość konsumpcji na zmiany stóp procentowych oraz wyceny wartości mieszkań i domów.

4 ANALIZA STRONY PODAŻOWEJ RYNKU MIESZKANIOWEGO

Relatywna bezwładność podaży mieszkań w krótkim okresie oznacza, że w tym horyzoncie znaczącą rolę w objaśnianiu zmian cen nieruchomości mieszkaniowych odgrywają czynniki popytowe. Jednak w długim okresie podaż dostosowuje się do popytu, stając się główną determinantą zasobów mieszkaniowych. Z tego względu przy ocenianiu trendów cenowych

w sektorze mieszkaniowym należy również monitorować sytuację w zakresie inwestycji mieszkaniowych i czynniki, które na nie oddziałują, takie jak koszty i ceny produkcji w sektorze budowlanym. Ponadto, należy pamiętać, że lokalne inicjatywy polityczne mające na celu m.in. uproszczenia procedur uzyskiwania pozwoleń na budowę, zwiększenie dostępu do gruntów czy podaż mieszkań socjalnych również odgrywają rolę w kształtowaniu reakcji strony podaży na wzrosty cen mieszkań zaobserwowane w niektórych krajach.

Po stronie podaży od 1996 r. w strefie euro odnotowuje się spadek inwestycji mieszkaniowych wyrażonych jako odsetek PKB (zob. wykres 9). Tendencja ta odzwierciedla jednak w znacznej mierze sytuację w Niemczech, gdzie po 1995 r. nastąpił spadek inwestycji mieszkaniowych (wyrażonych jako odsetek PKB), po okresie wysokiego ich wzrostu w początku lat 90. w następstwie zjednoczenia Niemiec i imigracji z Europy Wschodniej. Wyłączywszy Niemcy, od 1999 r. stosunek inwestycji mieszkaniowych do PKB w strefie euro nieco wzrósł. Na poziomie poszczególnych krajów w ciągu minionych dziesięciu lat inwestycje mieszkaniowe rosły (średnio) szczególnie silnie w Hiszpanii i Irlandii.

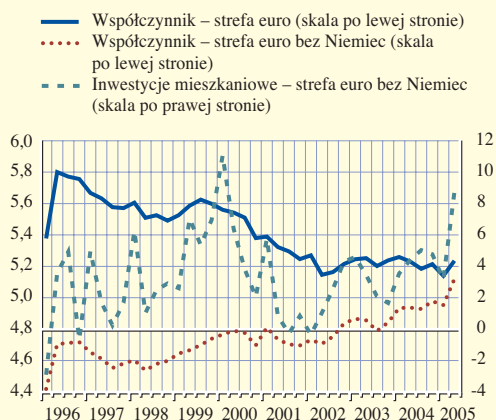
Inne wskaźniki strony podażowej – takie jak liczba wydanych pozwoleń na budowę i liczba ukończonych inwestycji mieszkaniowych – potwierdzają, że podaż w pewnym stopniu zareagowała na silny wzrost popytu mieszkaniowego. Należy zauważyć, że liczbę wydanych pozwoleń na budowę można interpretować jako wiodący wskaźnik zmian po stronie podaży, podczas gdy liczba oddanych mieszkań jest miarą zmian warunków podaży w ostatnim czasie. Dla zobrazowania sytuacji w krajach,

które doświadczyły wysokiego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych i w których, w związku z tym, można by oczekiwać pewnej reakcji strony podażowej, wskaźniki wyliczono również dla strefy euro, z wyłączeniem Niemiec. Jak pokazuje wykres 10, po gwałtownym spadku w 2001 r. roczna stopa wzrostu wydanych pozwoleń na budowę w strefie euro (bez Niemiec) ponownie zaczęła rosnąć, by osiągnąć swe maksimum w 2004 r. Liczba mieszkań oddanych do użytku również zauważalnie rosła od momentu znacznego przyspieszenia tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych pod koniec lat 90.

Na koniec należy zauważyć, że dodatkowym źródłem podaży, które można szybko wykorzystać, a czasem również źródłem niestabilności rynku mieszkaniowego są pustostany. Jak pokazano w ramce 1, w 2001 r. w strefie euro w przybliżeniu jedna na osiem nieruchomości mieszkaniowych była niewykorzystana. Istnieje możliwość, że część pustostanów stanowią nieruchomości będące własnością inwestorów i przetrzymywane dla celów spekulacyjnych w nadziei, że ich ceny będą nadal rosnąć. Nie można wykluczyć, że w przypadku pogorszenia się oczekiwań co do cen nieruchomości miesz-

Wykres 9 Współczynnik inwestycji mieszkaniowych do PKB a inwestycje mieszkaniowe w strefie euro

(w punktach procentowych; roczne zmiany w procentach)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Wykres 10 Wydane pozwolenia na budowę i zakończone inwestycje mieszkaniowe w strefie euro

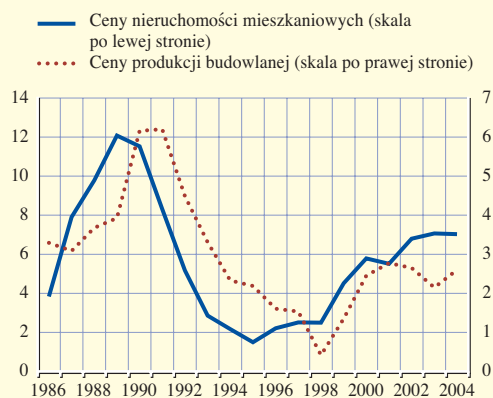
(roczne zmiany w procentach; poziomy)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC na podstawie danych krajowych.

Wykres 11 Ceny produkcji budowlanej a ceny nieruchomości mieszkaniowych

(roczne zmiany w procentach)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC na podstawie danych krajowych.

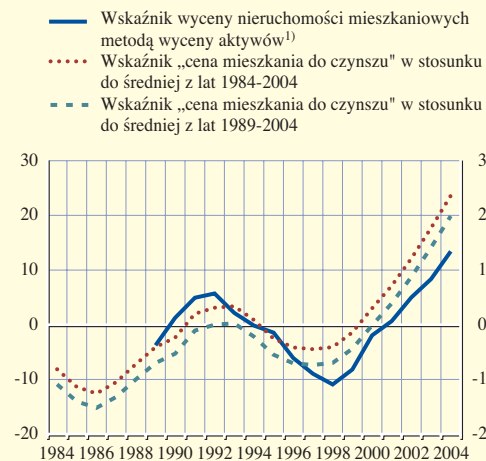
kaniowych, inwestorzy ci wystawiliby je na sprzedaż w celu zrealizowania dotychczasowych zysków (lub zminimalizowania strat). Stanowiłoby to dodatkowy czynnik destabilizujący wymuszający korektę cen. Informacje o odsetku pustostanów utrzymywanych w celach spekulacyjnych nie są jednak dostępne, natomiast statystyki pustostanów uwzględniają również po części drugie domy i bazę noclegową dla turystów. Trudno zatem precyzyjnie ocenić ryzyko związane z tym zjawiskiem.

Ogólnie rzecz biorąc, jeśli odnotowana w ostatnim okresie poprawa wskaźników strony podażowej utrzyma się, może odegrać rolę w złagodzeniu pewnej presji na rynku i przyczynić się do spowolnienia tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w krajach, w których było ono ostatnio szczególnie wysokie.

Wśród czynników, które mogą wpłynąć na reakcję po stronie podaży mieszkań ważną rolę odgrywają koszty, które musi ponosić sektor budowlany, gdyż mają one bezpośredni wpływ na oczekiwany zwrot z inwestycji. Koszty te można zaliczyć do dwóch głównych kategorii:

Wykres 12 Analiza cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro

(w punktach procentowych)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

1) Wskaźnik ten odpowiada nieobjaśnionej części regresji wskaźnika ceny mieszkania do czynszu na realne oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji skarbowych.

kosztów związanych z nabyciem gruntu oraz kosztów związanych z budową nieruchomości. Miara tej drugiej kategorii kosztów są ceny produkcji budowlanej – które nie obejmują cen gruntu – przedstawione na wykresie 11 obok tempa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. Jakkolwiek oba szeregi wykazują pewien stopień korelacji, ich wzrost ma bardzo odmienne tempo. Na przykład w 2004 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych rosły w tempie 7,0% rocznie, podczas gdy ceny produkcji budowlanej – w tempie 2,6% rocznie. Wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych w ostatnim okresie nie da się zatem wytłumaczyć presją ze strony kosztów związanych z ich budową, choć w tym przypadku wskazana jest ostrożność, jako że ceny produkcji budowlanej nie obejmują cen gruntów. Wpływ cen gruntów na łączne koszty budownictwa mieszkaniowego w strefie euro dość trudno jest ocenić ze względu na brak danych. W świetle minionych epizodów wysokiej dynamiki cen mieszkań w krajach, gdzie dane takie były dostępne

¹¹ Zob. ramka 2 pt. *Approaches to assessing house price valuations* w Biuletynie Miesięcznym z kwietnia 2005 w artykule pt. *Asset price bubbles and monetary policy*.

ARTYKUŁY

Ocena trendów cenowych nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro

(np. Japonia na początku lat 90.¹¹) nie można jednak wykluczyć, że ceny gruntów przyczyniły się do obecnej wysokiej dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych odnotowanej w strefie euro.

5 ZASTOSOWANIE METODY WYCENY AKTYWÓW DO RYNKU MIESZKANIOWEGO

Do oceny dynamiki cen nieruchomości mieszkaniowych można również posłużyć się metodą wyceny aktywów (ang. *asset pricing*). Metoda ta skupia się na roli nieruchomości mieszkaniowych jako inwestycji¹² i zasadza się na przekonaniu, że cena mieszkania nie powinna znacząco odbiegać od wartości zdyskontowanego strumienia łącznych przyszłych czynszów z jego tytułu. Ponadto zwrot z inwestycji mieszkaniowej – którego przybliżeniem jest wskaźnik „czynsz do ceny mieszkania” – powinien być równy zwrotowi z alternatywnych inwestycji o analogicznym profilu ryzyka. W prostej wersji analizy cen mieszkań metodą wyceny aktywów wskaźnik ten poddaje się regresji na realną stopę oprocentowania dziesięcioletnich obligacji skarbowych (trzeba tu wyjść z założenia, że zwroty z inwestycji mieszkaniowej w postaci czynszów nie powinny zbyt mocno odbiegać od zwrotu z inwestycji w obligacje skarbowe). Nieobjaśnioną część regresji wskaźnika ceny mieszkania do czynszu na realne oprocentowanie obligacji rządowych można wówczas uznać za przybliżony wskaźnik wyceny rynku mieszkaniowego. Jeśli na przykład zwrot z czynszów jest niski w stosunku do rentowności obligacji, może to wskazywać, że ceny mieszkań są do pewnego stopnia zawyżone.

Wykres 12 pokazuje przebieg tego wskaźnika wraz z prostszą miarą wyceny, a mianowicie odchyleniem współczynników ceny mieszkania do czynszu od ich historycznych średnich (obliczonych dla okresów 1984-2004 i 1989-2004). Wszystkie trzy miary wyceny wydają się wskazywać, że od 2001 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych są zawyżone. Zgodnie

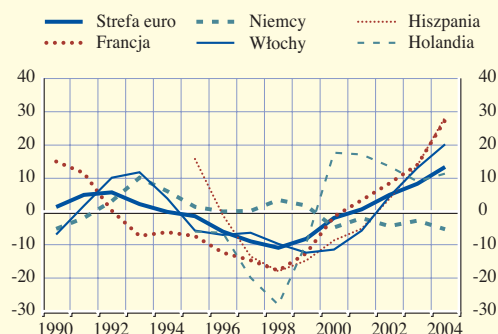
¹² Metoda ta została szczegółowo omówiona w ramce 2, *ibid*.

z tymi prostymi miernikami ceny nieruchomości mieszkaniowych są obecnie o 15% do 25% powyżej swych historycznych średnich. W porównaniu z poprzednim okresem dynamicznego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych na początku lat 90. są one obecnie zawyżone w znacznie większym stopniu.

Niemniej jednak przy interpretacji tych wyników zalecana jest ostrożność, ze względu na trzy poważne zastrzeżenia, jakie wiążą się z każdą z metod. Po pierwsze, w teoretycznym modelu wyceny aktywów relacja pomiędzy wskaźnikiem ceny mieszkania do czynszu a stopami procentowymi obejmuje również inne elementy, np. premię za ryzyko, czyli dodatkowy zwrot powyżej stopy zwrotu nieuwzględniającej ryzyka, przy którym inwestor jest skłonny ponieść ryzyko związane z inwestycją w mieszkanie, albo oczekiwana stopa wzrostu czynszów, która w przyjętej tutaj prostszej wersji modelu jest stała. W efekcie przeprowadzając przedstawioną regresję przyjmuje się, że zależność pomiędzy współczynnikiem ceny mieszkania do czynszu i realnym oprocentowaniem dziesięcioletnich obligacji skarbowych nie zmienia się w czasie. Po drugie, jak widać na wykresie 12, poziom historycznej średniej uzależniony jest od wyboru

Wykres 13 Wskaźnik wyceny rynku mieszkaniowego metodą wyceny aktywów w dużych krajach strefy euro

(w punktach procentowych)



Źródła: BIS, Eurostat i obliczenia EBC.

Uwaga: Wskaźnik wyceny stanowi nieobjaśnioną część równania wiążącego wskaźnik ceny mieszkania do czynszu z realnym oprocentowaniem obligacji skarbowych.

okresu, dla którego zależność ta jest analizowana. Po trzecie, rynek czynszów w strefie euro jest w wysokim stopniu regulowany, co oznacza że czynsze niekoniecznie muszą podlegać szybkiej korekcie w przypadku wystąpienia dysproporcji pomiędzy ceną mieszkania a czynszem. Niemniej jednak, uwzględniając wymienione zastrzeżenia, poziomy przedstawionych mierników wyceny można postrzegać jako oznakę rosnącego ryzyka „przeszacowania” na rynkach mieszkaniowych strefy euro w ostatnich latach.

Na poziomie poszczególnych krajów (zob. wykres 13), spośród pięciu największych krajów strefy euro pomiary wartości dokonane metodą wyceny aktywów (czyli nieobjaśniona część regresji wskaźnika cen mieszkań do czynszów na realne oprocentowanie dziesięcioletnich obligacji skarbowych) wydają się wskazywać na rosnące odchylenie od historycznych średnich w Hiszpanii i Francji, oraz w mniejszym stopniu we Włoszech. W Holandii wskaźnik ten w ostatnim okresie nieco się uspokoił. W Niemczech miara ta jest nadal zasadniczo stabilna i utrzymuje się na poziomie bliskim średniej za lata 1990-2004. Inne badania dotyczące Hiszpanii również prezentują wniosek, że rynek mieszkaniowy tego kraju może być przeszacowany, choć w mniejszym stopniu niż by to wynikało z wykresu 13¹³. Natomiast w przypadku Włoch, Francji i Holandii dostępne studia tych krajów na ogół nie potwierdzają przeszacowania¹⁴.

Warto zauważyć, że wzrost miary przeszacowania, opierającej się na wskaźniku ceny mieszkania do czynszu nie wynika ze spadku czynszów. W ostatnich latach w przeciwieństwie do znacznego wzrostu cen mieszkań czynsze nie wykazywały oznak znaczącego

przyspieszenia ani na poziomie strefy euro, ani w wielu dużych krajach do niej należących. Tylko w Niemczech występuje tendencja pewnego spadku w czasie, równoległe do spadku cen mieszkań i domów.

6 WNIOSKI

Niniejszy artykuł przedstawia ocenę rozwoju sytuacji cenowej na rynku mieszkaniowym przy pomocy dwóch szeroko stosowanych metod. Pierwsza z nich wychodzi od strukturalnego modelu rynku mieszkaniowego obejmującego czynniki zarówno popytowe, jak i podażowe, a druga polega na zastosowaniu zasad wyceny aktywów do oceny poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych. Wydaje się, że obecną dynamikę cen nieruchomości mieszkaniowych można przypisać wysokiemu popytowi – będącemu po części odbiciem bardzo korzystnych warunków finansowania dla gospodarstw domowych zaciągających kredyty hipoteczne – oraz stopniowej reakcji na tę sytuację ze strony podaży.

Obecna sytuacja na rynku mieszkaniowym strefy euro rodzi szereg zagrożeń. Miary poziomu cen nieruchomości mieszkaniowych utrzymują się powyżej swych historycznych średnich, co – przy wszystkich zastrzeżeniach, jakie wiążą się z tą metodą – można postrzegać jako potencjalną oznakę rosnącego ryzyka przeszacowania na rynku mieszkaniowym strefy euro. W szczególności wzrosty cen nieruchomości mieszkaniowych w niektórych regionach strefy euro w ostatnim okresie mogą okazać się nietrwałe. Taka sytuacja wymaga zachowania stałej czujności, zwłaszcza w kontekście towarzyszącego wysokiej dynamice cen mieszkań i domów znaczącego wzrostu kredytów mieszkaniowych.

Na koniec należy przypomnieć, że warunkiem rzetelnej oceny rynku mieszkaniowego jest dostępność oraz wysoka jakość odpowiednich danych. Na tym polu konieczna jest dalsza praca, zwłaszcza jeśli chodzi o częstotliwość, terminy publikacji i jakość danych.

¹³ Zob. J. Pagés i L. Maza: *Analysis of house prices in Spain*, Banco de España Working Paper No 0307, 2003, oraz J. Ayuso i F. Restoy, *House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach*, Banco de España Working Paper No 0304, 2003.

¹⁴ W przypadku Francji zob. np. A.-J. Bessone, B. Heitz i J. Boissinot: *Are we seeing a bubble on the French housing market*, Conjoncture in France, marzec 2005, oraz G. Moec: *Is there a risk of a property bubble in France?*, Banque de France Bulletin Digest, październik 2004.² Zob. artykuł szczegółowo

POLITYKA FISKALNA A RYNKI FINANSOWE

ARTYKUŁY

Polityka fiskalna
a rynki finansowe

W okresie poprzedzającym wprowadzenie euro w 1999 r. rozpiętość rentowności obligacji skarbowych w strefie euro znacznie się zmniejszyła. Jest to typowe zjawisko przy tworzeniu wspólnego obszaru walutowego, wynikające głównie ze stopniowego znoszenia ryzyka kursowego oraz obniżenia ryzyka inflacji. Ponadto na oprocentowanie obligacji skarbowych wpływa opinia uczestników rynku finansowego o trwałości sytuacji finansów publicznych. Fakt monitorowania tej sytuacji przez rynki finansowe może działać dyscyplinująco na organy kształtujące politykę fiskalną. W świetle znacznego zróżnicowania sytuacji budżetowej poszczególnych krajów strefy euro rodzi się pytanie, czy na małą rozpiętość rentowności papierów skarbowych mogą wpływać czynniki inne niż fiskalne. Niniejszy artykuł dowodzi, że w strefie euro zasadniczo występują warunki umożliwiające takie dyscyplinujące działanie, na przykład otwarcie rynków kapitałowych i istnienie odpowiednich statystyk budżetowych. Analizy statystyczne i badania ekonometryczne zasadniczo potwierdzają tezę, że polityka fiskalna wywiera wpływ na stopy procentowe. Odnotowywane obecnie stosunkowo małe rozpiętości stóp procentowych pomimo znacznego zróżnicowania sytuacji fiskalnej mogą wynikać z faktu, że niski poziom stóp długoterminowych zachęca inwestorów do szukania zysków, a także ze zmian w przepisach w zakresie nadzoru i rachunkowości, dotyczących inwestorów instytucjonalnych. Z danych statystycznych o wykorzystaniu zabezpieczeń nie wynika, by polityka Eurosystemu w kwestii zabezpieczeń w istotny sposób wpływała na rozpiętość rentowności obligacji skarbowych. Ponieważ zarówno rynki finansowe, jak i rządy nie zawsze odpowiednio i terminowo reagują w sytuacji zachwiania stabilności finansów publicznych, jej utrzymanie wymaga rygorystycznego przestrzegania europejskich ram polityki fiskalnej.

I WPROWADZENIE

Stan finansów publicznych i działalność rynków finansowych są ze sobą ściśle powiązane. Obligacje skarbowe pełnią ważną rolę na rynkach finansowych, gdyż wyznaczają poziom odniesienia dla oprocentowania papierów dłużnych emitowanych przez inne podmioty. Ponadto, z uwagi na wielkość długu publicznego, zajmują dominującą pozycję na rynkach kapitałowych w kategoriach ilościowych. Dzięki temu dług publiczny wpływa na szerokość i głębokość rynków finansowych, a także jest istotnym elementem zabezpieczeń stosowanych w transakcjach zarówno prywatnych, jak i publicznych. Inwestorzy nabywający papiery skarbowe oceniają stan finansów publicznych i przekładają go na kategorie finansowe. Wpływa to na wysokość oprocentowania, jakie rządy muszą wypłacać, aby sfinansować wydatki nie znajdujące pokrycia w dochodach. Jeżeli ryzyko, że rząd nie będzie w stanie w pełni wywiązać się ze swoich zobowiązań finansowych zdaniem inwestorów wzrośnie, zwiększy się ryzyko kredytowe, powodując podniesienie stóp procentowych. Zwięk-

szenie finansowania deficytem może także spowodować, że inwestorzy będą żądać wyższego wynagrodzenia za przeczuwany wzrost ryzyka inflacji i osłabienia waluty. W skrajnych przypadkach uczestnicy rynku mogą nawet ograniczyć dostęp rządu do finansowania przez nieobejmowanie nowych emisji długoterminowych.

Poprzez różnicowanie stóp procentowych zależnie od stopnia rozważa fiskalnej rynki dają rządowi danego kraju „karę” lub „nagrodę” finansową. Przyczynia się to do utrzymania dyscypliny fiskalnej, będącej kluczowym elementem unii gospodarczej i walutowej. Jednak biorąc pod uwagę wysokie obecnie i utrzymujące się poziomy deficytu i długu publicznego w wielu państwach strefy euro oraz wyraźne różnice w skali wydatków, jakie państwa te zaczęły wkrótce ponosić z tytułu starzenia się społeczeństw, istniejąca niewielka rozpiętość oprocentowania długu publicznego budzi zdziwienie. Przy wynikach bilansu finansów publicznych mieszających się w przedziale od nadwyżki w wysokości 2 % PKB do deficytu wynoszącego 5 % PKB, oraz stopach zadłużenia

między 7 a 108 % PKB, rozpiętość oprocentowania obligacji sięga co najwyżej 30 punktów bazowych¹. Dziesięć lat wcześniej, gdy rozpiętości rentowności (spready) uwzględniały jeszcze wysokie premie z tytułu ryzyka kursowego, sięgały one 600 punktów bazowych; salda budżetowe mieściły się wówczas w przedziale między nadwyżkę w wysokości 3 % PKB a 10-procentowym deficytem, zaś wysokość długu publicznego w przedziale od 7 do 133 % PKB. Niewielkie zróżnicowanie rozpiętości stóp procentowych rodzi pytanie, czy spready w pełni oddają różnice w stanie budżetów i w perspektywach utrzymania stanu finansów publicznych, czy też w grę wchodzi jeszcze inne czynniki.

Niniejszy artykuł omawia rolę rynków finansowych w budowaniu dyscypliny fiskalnej, a w szczególności ich skłonność do różnego traktowania instrumentów emitowanych przez poszczególne rządy strefy euro. W części 2 przedstawiono główne kanały oddziaływania polityki fiskalnej na stopy procentowe oraz pewne warunki, bez których oddziaływanie to nie zapewni utrzymania dyscypliny fiskalnej. Część 3 zajmuje się bardziej szczegółowo statystyką spreadów stóp procentowych oraz danymi ekonometrycznymi ilustrującymi oddziaływanie polityki fiskalnej na stopy procentowe. W części 4 omówiono pewne czynniki niezwiązane z finansami publicznymi, które mogą wyjaśniać, dlaczego obecne różnice pomiędzy długoterminowymi stopami procentowymi są stosunkowo niskie z perspektywy historycznej. Część 5 przedstawia wnioski.

2 REAKCJE RYNKU I DYSCYPLINA RYNKOWA

Pojęcie dyscypliny rynkowej odnosi się zasadniczo do podejmowanych przez rynki finansowe działań, mających na celu skłonić rządy do zapewnienia stabilności finansów publicznych. W tym celu rynki wymagają, by wysokość stóp procentowych odzwierciedlała ryzyko kredytowe, a w ostateczności mogą odmó-

wić rządowi dostępu do finansowania. Ryzyko kredytowe określa się także mianem ryzyka niewykonania zobowiązań (ang. *default*). W przeciwieństwie do prywatnej firmy rząd będący w kłopotach finansowych nie może ulec likwidacji, może jednak podjąć decyzję o zaprzestaniu spłaty odsetek bądź kapitału zadłużenia. Chociaż prawdopodobieństwo takiego zdarzenia w strefie euro jest bardzo niskie, rynki finansowe uwzględniają je w swoich wycenach. Zmiany polityki fiskalnej mogą nieco zwiększyć lub ograniczyć ryzyko kredytowe, a wraz z nim możliwość poprawy lub pogorszenia ratingu kraju, który znajduje odbicie w wysokości stóp procentowych.

Oprócz premii z tytułu ryzyka kredytowego inwestorzy mogą żądać wyższych stóp procentowych dla zrekompensowania wyższej inflacji lub deprecjacji kursu walutowego, które mogą towarzyszyć poluzowaniu polityki fiskalnej lub zostać przez nie spowodowane. Premie z tytułu ryzyka kursowego, które przed wprowadzeniem euro uważano za jeden z najważniejszych czynników kształtujących stopy procentowe, obecnie nie występują. Tego kanału przełożenia polityki fiskalnej na stopy procentowe niniejszy artykuł zatem nie omawia. Znaczenie premii z tytułu ryzyka inflacji zmalało wraz z powstaniem unii walutowej. Zasadniczo czynnikiem mogącym utrudnić prowadzenie polityki pieniężnej ukierunkowanej na zapewnienie stabilności cen pozostał wysoki poziom długu publicznego. Jeżeli dług nie będzie w większości indeksowany inflacją, rząd może skłaniać się do zwiększenia podaży pieniądza, tak aby zmniejszyć wartość realną zadłużenia. W takiej sytuacji inwestorzy na dobrze działających rynkach finansowych mogliby zażądać wyższych premii z tytułu ryzyka inflacji. Jednak znaczna niezależność EBC w powiązaniu z polityką ukierunkowaną na zapewnienie stabilności cen ograniczyły obawy co do wzrostu inflacji i związane z nimi premie za ryzyko.

Aby rynki finansowe mogły odegrać rolę dyscyplinującą wymagane jest spełnienie pewnych warunków dotyczących dostępu rządów do rynku kapitałowego, zakazu udzielania po-

¹ Wszystkie dane budżetowe przedstawione w artykule pochodzą z prognoz gospodarczych Komisji Europejskiej z jesieni 2005 r.

mocy finansowej na rzecz innych państw w razie ich niewypłacalności (ang. *no bail-out*) czy udostępniania informacji budżetowych. Ponadto reakcja rynków finansowych powinna nastąpić w terminie i być zgodna z warunkami stabilności fiskalnej, natomiast rządy powinny dostrzegać konieczność reagowania na podwyżki stóp procentowych przez poprawę kondycji finansowej. Powyższe elementy dyscypliny rynkowej są omówione w części 2.2. Wcześniej – w części 2.1 – opisano główne kanały, za pośrednictwem których stan finansów publicznych może przekładać się na stopy procentowe.

2.1 REAKCJE RYNKU

Zwiększenie deficytu budżetowego i długu publicznego może prowadzić do wzrostu stóp procentowych na rynkach finansowych strefy euro poprzez tzw. efekt wypychania oraz ryzyko kredytowe, podczas gdy tzw. efekt płynności może wpływać na obniżanie stóp.

Pogorszenie kondycji finansów publicznych może wpłynąć na poziom wolnych od ryzyka realnych stóp procentowych w strefie euro, gdyż wyższy deficyt budżetowy powoduje spadek oszczędności, prowadzący do wzrostu stóp. Wyższe stopy procentowe na zintegrowanych rynkach finansowych mogą przełożyć się na oprocentowanie stosowane przez innych emitentów, w tym rządy innych państw strefy euro, i w rezultacie także wypychać inwestycje prywatne. Zakłada się przy tym, że ani napływ kapitału, ani prywatne oszczędności nie mogą w pełni zrównoważyć spadku oszczędności państwowych (dlatego na przykład, że konsumenci nie potrafią w pełni przewidzieć przyszłych podwyżek podatków mających zrefundować obecne wyższe wydatki z kasy państwowej, przez co nie zaczynają więcej oszczędzać). Świadomość obecności efektu wypychania była jedną z przyczyn włączenia do Traktatu z Maastricht – jako warunku przyjęcia euro oraz właściwego funkcjonowania UGW – zasad dotyczących utrzymania dobrej kondycji finansów publicznych, wyrażonej w wartościach referencyjnych deficytu budżetowego (3 % PKB) i długu publicznego (60 %

PKB). Przestrzeganie tych zasad ograniczy ryzyko rozprzestrzenienia się zmian stóp procentowych na inne kraje, a w rezultacie pogorszenia ich finansów publicznych.

Polityka fiskalna może także wpływać na rozpiętość stóp procentowych, czyli różnicę między premią odsetkową wypłacaną przez dane państwo w porównaniu z innymi krajami (która odzwierciedla jego wiarygodność kredytową). Zwiększenie podaży obligacji w związku ze wzrostem deficytu budżetowego może w opinii rynków zwiększyć ryzyko częściowego lub całkowitego niewywiązania się rządu z zobowiązań. To z kolei może skłonić inwestorów, by domagać się wyższej premii z tytułu ryzyka wyższych strat finansowych.

Efekt płynności (wpływ ekspansji monetarnej na obniżenie krótkoterminowych stóp procentowych) może łagodzić oddziaływanie deficytu budżetowego i długu publicznego w kierunku wzrostu stóp procentowych i spreadów. Uczestnicy rynku chcą mieć możliwość sprzedaży dużej liczby obligacji szybko i w każdym momencie bez uszczerbku dla ich ceny. Wyższy współczynnik deficytu powoduje zwiększenie pożyczania na rynku, a wyższy dług prowadzi zwykle do większej aktywności rynku wtórnego, chociaż w obu przypadkach nie jest to zależność wprost proporcjonalna. Dlatego kraje o wysokim poziomie deficytu budżetowego lub długu publicznego w skali strefy euro wypłacają niższe premie z tytułu płynności. Z punktu widzenia dyscypliny rynkowej działa to demotywiąco.

2.2 DYSCYPLINA RYNKOWA

Aby mechanizm rynkowy mógł skutecznie wywierać działanie dyscyplinujące, muszą zostać spełnione określone warunki instytucjonalne i informacyjne, zaś rynki finansowe i rządy powinny odpowiednio reagować.

Rynki finansowe mogą prawidłowo wyceniać obligacje skarbowe jedynie wtedy, kiedy rząd ma dostęp do rynku kapitałowego na takich samych warunkach jak inni pożyczkobiorcy. Rząd nie powinien mieć dostępu do finansowa-

nia na zasadach preferencyjnych. Nie powinno zatem być przymusu lub nacisku na kupowanie obligacji skarbowych; pod względem podatkowym obligacje takie nie powinny być traktowane lepiej niż obligacje innych emitentów. Znaczenie sił rynkowych może także ograniczać presja pośrednia, na przykład wynikająca z przepisów zachęcających do nabywania skarbowych papierów dłużnych na określone cele. Szereg postanowień Traktatu z Maastricht przyczynia się do poprawy dyscypliny rynkowej poprzez ograniczenie możliwości preferencyjnego dostępu rządów do finansowania na rynkach kapitałowych. W szczególności Traktat zabrania bezpośredniego finansowania podmiotów publicznych przez Europejski System Banków Centralnych (art. 101) oraz uprzywilejowanego dostępu tych podmiotów do instytucji finansowych (art. 102). Dzięki temu finansowanie rządów na rynkach kapitałowych podlega pod wieloma względami takim samym ograniczeniom i nadzorowi, jak pozyskiwanie środków przez podmioty niepubliczne.

Kolejnym warunkiem jest to, aby każdy kraj sam ponosił pełne konsekwencje finansowe ryzyka niewykonania zobowiązań, co oznacza, że ocena stabilności finansów publicznych przez rynki finansowe musi być w pełni uwzględniona w stopach procentowych. Możliwość przejęcia długu lub udzielenia pomocy finansowej przez inną instytucję bądź udzielenia gwarancji przez inne kraje powoduje wzrost stopy oczekiwanego odzysku (ang. *recovery rate*). Można by się spodziewać, że członkowie unii walutowej będą skłonni udzielić pomocy państwu, którego sytuacja finansowa znacznie się pogorszyła, chociażby po to, by uniknąć zakłócenia funkcjonowania rynków finansowych całej unii. W takim wypadku ryzyko trudności z obsługą zadłużenia nie byłoby w pełni uwzględnione w oprocentowaniu kredytu publicznego.

Dlatego właśnie w traktacie z Maastricht zawarto klauzulę „*no bail-out*” (art. 103), zgodnie z którą ani Wspólnota jako całość, ani poszczególne państwa członkowskie nie są odpo-

wiedzialne za zobowiązania innych państw członkowskich i nie mogą ich przejmować. Niezwykle istotna dla dyscypliny rynkowej jest także dostępność terminowych i rzetelnych statystyk budżetowych, na podstawie których rynki finansowe oceniają trwałość sytuacji budżetowej. Z uwagi na to, że ocena taka wybiega daleko w przyszłość, informacje budżetowe powinny zawierać obiektywne projekcje średnio- i długoterminowych trendów fiskalnych, choć oczywiście będą one obciążone większą niepewnością niż prognozy krótkoterminowe.

Państwa członkowskie UE poczyniły znaczne postępy w ujednoceniu statystyk fiskalnych, które przekazują w ramach półrocznej informacji dotyczącej deficytu budżetowego oraz corocznej aktualizacji programów stabilności i konwergencji. Trwają dalsze prace, na przykład nad ujednoceniem kwartalnych statystyk finansów publicznych. Jednak pomimo osiągniętych postępów faktyczną kondycję fiskalną często zaciemniają działania doraźne, manipulacje księgowo, nadmierne optymistyczne założenia co do wzrostu gospodarczego, a nawet naginanie statystyk. Również projekcje fiskalne zawarte w programach stabilności i konwergencji nie zawsze są całkowicie przejrzyste i w pełni porównywalne.

Spełnienie wymogów dotyczących dostępu rządów do rynku kapitałowego, zakazu udzielania pomocy finansowej innym państwom w razie ich niewypłacalności oraz dostarczania odpowiednich informacji o budżetach ułatwia wprawdzie utrzymanie dyscypliny rynkowej od strony rządów UE, ale może okazać się niewystarczające do uzyskania właściwej reakcji rynków finansowych. Reakcja rynku na trwałą destabilizację sytuacji fiskalnej może być powściągliwa, dopóki deficyt i zadłużenie mieszczą się w określonym przedziale, a potem nagle zaostrzyć się w wyniku jakiegoś zdarzenia aktywującego, takiego jak obniżenie ratingu długu krajowego czy ogólna zmiana w postrzeganiu ryzyka. Podwyżka stóp procentowych po zdarzeniu aktywującym może pomóc w zdyscyplinowaniu rządu, ale nagła i duża

Tabela 1 Charakterystyka długu publicznego strefy euro, 1999-2004

(o ile nie zaznaczono inaczej, jako procent długu ogółem)

| | Dług publiczny ogółem (jako procent PKB) | Dłużne papiery wartościowe | Papiery o stałym oprocentowaniu i zapadalności ponad rok | W posiadaniu podmiotów zagranicznych | Papiery emitowane w walutach innych niż euro |
|------|--|----------------------------|--|--------------------------------------|--|
| 1999 | 72,4 | 76,7 | 81,9 | 31,9 | 2,8 |
| 2000 | 69,9 | 77,5 | 83,5 | 36,0 | 2,6 |
| 2001 | 68,6 | 78,4 | 84,7 | 38,0 | 2,2 |
| 2002 | 68,5 | 79,4 | 83,9 | 41,6 | 1,9 |
| 2003 | 69,8 | 79,9 | 84,0 | 43,4 | 1,4 |
| 2004 | 70,2 | 80,5 | 84,5 | 44,5 | 1,4 |

Źródło: EBC.

zmiana warunków finansowych może wiązać się ze znacznymi kosztami makroekonomicznymi: koszt finansowania innych emitentów (prywatnych) może także wzrosnąć, gdyż oprocentowanie długu publicznego wyznacza poziom odniesienia dla oprocentowania kredytu dla przedsiębiorstw na rynku kapitałowym. Rząd może też być zmuszony do podjęcia drastycznych działań w celu przywrócenia zaufania i poprawy niekorzystnych warunków finansowania. Gdyby zmiany stóp procentowych miały charakter ewolucyjny, a nie rewolucyjny, lepiej oddawałyby aktualną kondycję fiskalną i na bieżąco przekazywały sygnały ostrzegawcze dla rządów. Dawałoby to większe pole manewru dla działań konsolidacyjnych mogących poprawić kondycję fiskalną bez niekorzystnych skutków gospodarczych i finansowych.

Nawet kiedy zmiany stóp procentowych na bieżąco odzwierciedlają stabilność finansów publicznych, ważne jest, by rządy właściwie reagowały na sygnały wysyłane przez rynek. W odpowiedzi na wzrost stóp procentowych rząd powinien dążyć do uspokojenia obaw o zachwianie stabilności fiskalnej poprzez podnoszenie podatków lub ograniczanie wydatków w celu poprawy bieżącego i przyszłego wyniku budżetu państwa. Niestety względy doraźne lub proceduralne mogą spowodować, że rząd zignoruje sygnały nadchodzące z rynku finansowego lub odłoży na później podjęcie koniecznych działań fiskalnych. Działania konsolidacyjne mogą się niekorzystnie odbijać na dochodach (niektórych

grup) obywateli, co może skłonić rząd do opóźnienia tych działań. Konsolidacja zwykle słabnie w obliczu zbliżających się wyborów, by nie zniechęcać elektoratu do głosowania na partię będącą u władzy. Moment i skala reakcji budżetowej zależy także od profilu instytucji krajowych. Z badań ekonometrycznych dotyczących czynników wpływających na politykę fiskalną wynika, że zasadniczo rządy starają się poprawić stan budżetu, gdy wskaźniki zadłużenia i stopy procentowe są wysokie, ale w innych okolicznościach ich reakcja jest raczej słaba.

Przy określaniu, w jakim tempie i zakresie zmiany stóp procentowych przekładają się na stan finansów publicznych ważną rolę odgrywa sposób zarządzania długiem. Wrażliwość ponoszonych przez rząd kosztów odsetkowych na zmiany stóp procentowych zależy od wielkości i terminów zapadalności zadłużenia oraz udziału długu o dłuższym terminie zapadalności oprocentowanego według stopy zmiennej (w przypadku którego płatności odsetkowe zmieniają się odpowiednio do aktualnych stóp procentowych) lub długu, w przypadku którego część płatności odsetkowych o stałej stopie wymienia się na płatności o stopie zmiennej w ramach swapu stopy procentowej. Jeżeli chodzi o zapadalność długu, emisja długoterminowych papierów dłużnych o stałym oprocentowaniu w znacznym stopniu chroni budżet przed wahaniami stóp krótkookresowych, ale zwykle kosztuje więcej niż finansowanie krótkoterminowe z uwagi na bardziej stromo wznoszący się przebieg krzywej rentowności. Z drugiej strony emisja długu krótko-

terminowego zwiększa ryzyko refinansowania oraz zmienność płatności odsetkowych.

Rządy wykorzystały spadek długoterminowych stóp procentowych w okresie poprzedzającym powstanie unii walutowej oraz oczekiwania stabilizacji cen, by ulepszyć zarządzanie zobowiązaniami z tytułu płatności odsetkowych. Od czasu wprowadzenia euro wzrósł nieco udział długu o stałym oprocentowaniu i zapadalności powyżej jednego roku w całkowitym zadłużeniu strefy euro (zob. tabela 1). Jednocześnie od 1999 r. w kilku krajach strefy euro obniżył się udział długu o oprocentowaniu zmiennym. Coraz większa część długu publicznego znajduje się w posiadaniu podmiotów zagranicznych, natomiast udział długu denominowanego w walutach obcych spadł od czasu wprowadzenia euro².

Obniżenie poziomu zadłużenia od czasu wprowadzenia euro oraz wydłużenie okresów zapadalności sprawiło, że w większości krajów płatności odsetkowe z tytułu długu publicznego stały się nieco mniej wrażliwe na zmiany stóp procentowych. Zgodnie z szacunkami automatyczny wpływ przesunięcia w górę o jeden punkt procentowy krótko- i długoterminowego oprocentowania średnich płatności odsetkowych netto w strefie euro wyniósłby około 0,1% PKB po jednym roku i 0,3% po dwóch latach.

Podsumowując, chociaż techniczne warunki utrzymania dyscypliny rynkowej w UGW są zasadniczo spełnione, przeszkodzić jej może inercja zarówno rynków finansowych, jak i rządów. Reakcja budżetowa mająca doprowadzić finanse publiczne do stanu spełniającego kryterium trwałości może zatem opóźnić się w stopniu, którego nie będzie można uznać za roztropny z perspektywy długookresowej. Jeżeli uwzględni się przy tym rosnące ryzyko

przeniesienia niekorzystnych skutków braku dyscypliny fiskalnej w jednym kraju na pozostałe państwa członkowskie, należy uznać, że konsekwentna realizacja zasad fiskalnych jest po prostu niezbędna.

3 ROZPIĘTOŚĆ RENTOWNOŚCI OBLIGACJI A ROZWÓJ SYTUACJI FISKALNEJ W STREFIE EURO

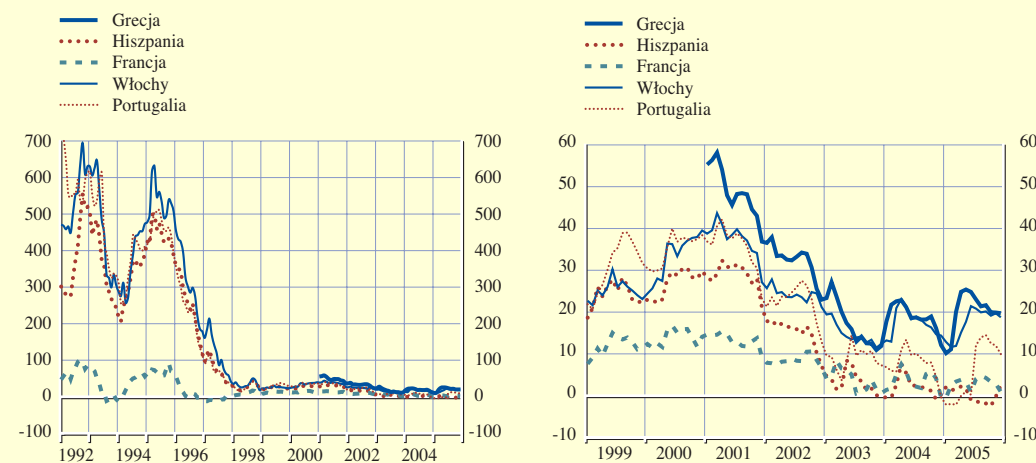
W tej części omówiono trendy na rynku obligacji skarbowych obszaru euro w ostatnich latach oraz ich przełożenie na sytuację fiskalną. Następnie przedstawiono krótkie omówienie literatury ekonometrycznej na ten temat.

Wykres 1 przedstawia zmiany oprocentowania dziesięcioletnich obligacji skarbowych w wybranych krajach w porównaniu z rentownością dziesięcioletnich skarbowych obligacji niemieckich (bundów), które wyznaczają poziom odniesienia dla europejskiego rynku obligacji długoterminowych. Do zawężenia spreadów w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych przyczynił się szereg czynników, z których zdecydowanie najistotniejszym była stopniowa eliminacja premii za ryzyko kursowe. W związku z tym nie powinno budzić zdziwienia, że obecna rozpiętość rentowności stanowi jedynie niewielki procent spreadów z pierwszej połowy lat dziewięćdziesiątych. Ponadto z uwagi na fakt, że państwa strefy euro musiały zrezygnować z pełnej kontroli nad polityką pieniężną, nie wchodzi już w grę spłata ich zadłużenia w drodze monetyzacji (dodruku pieniądza) przez bank centralny. Sytuacja ta z jednej strony powinna była spowodować obniżenie premii za ryzyko inflacji, a z drugiej prowadzić do wzrostu premii z tytułu ryzyka kredytowego w związku z ograniczeniem możliwości uniknięcia niewypłacalności. Pewne znaczenie mogły mieć zmiany w sposobie zarządzania długiem, w tym ujednoczenie trybu emisji papierów wartościowych, działania na rzecz poprawy płynności rynku wtórnego czy rozprowadzanie obligacji skarbowych przez wyspecjalizowanych pośredników (ang. *primary dealers*), a także dokonane w szeregu krajów wydłużenie okresu zapadalności długu.

² Więcej informacji o zmianach w zarządzaniu długiem w strefie euro zawiera opracowanie: G. Wolswijk, J. de Haan: *Government debt management in the euro area – recent theoretical developments and changes in practices*, [w] ECB Occasional Paper No 25, marzec 2005.

Wykres 1 Rozpiętość dziesięcioletnich obligacji skarbowych w porównaniu z Niemcami

(w punktach bazowych; dane miesięczne)



Źródło: dane krajowe, Reuters, obliczenia EBC.

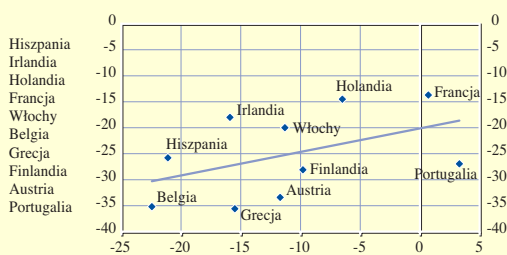
Źródło: dane krajowe, Reuters, obliczenia EBC.

Dalsze zawężenie rozpiętości rentowności nastąpiło po wprowadzeniu euro (zob. wykres 1). Następnie, oprócz niewielkiego wzrostu w kilku krajach, poziom spreadów był ogólnie stabilny do początku 2001 r., gdy wystąpił trend spadkowy. W ciągu 2005 r. ponownie nastąpił nieznaczny wzrost spreadów w Grecji, Włoszech i Portugalii.

Jedną z przyczyn odnotowanego zawężenia spreadów mogły być czynniki fiskalne. Przećiętny deficyt budżetowy w strefie euro obniżył się z 5,0% PKB w 1995 r. do 0,9% w 2000 r., ale następnie znów się zwiększył (w 2005 r. wyniósł 2,9%). Średni współczynnik długu publicznego zmalał z 73,5% PKB w 1995 r. do 68,5% w 2002 r., by następnie ponownie zacząć rosnąć do poziomu 71,7% PKB w 2005 r. Oznacza to, że w ostatnich latach nastąpiło pogorszenie stanu finansów publicznych; na koniec 2005 r. w pięciu krajach strefy euro (Grecji, Francji, Niemczech, Portugalii i Włoszech) wystąpił nadmierny deficyt budżetowy.

Wykres 2 Zmiany współczynnika długu do PKB w porównaniu z Niemcami¹⁾ oraz zmiany rozpiętości rentowności w porównaniu z Niemcami, 2001-2005

(oś x: punkty procentowe; oś y: punkty bazowe)



Źródła: Komisja Europejska, Reuters, obliczenia EBC.

1) Oś x: różnica między zmianą współczynnika długu do PKB i zmianą współczynnika długu dla Niemiec w latach 2001-2005 (wielkości za 2005 r. dotyczą prognozy ekonomicznej Komisji Europejskiej z jesieni 2005 r.). Oś y: Zmiana w rozpiętości rentowności wobec 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych od stycznia 2001 r. do grudnia 2005 r.

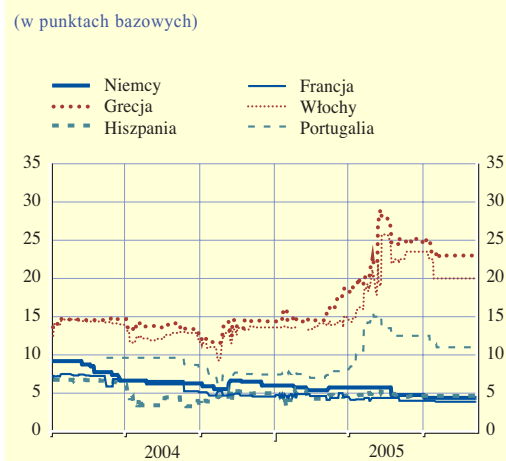
Wykres 2 przedstawia w ogólnym zarysie związek między zmianami w spreadach stóp procentowych a sytuacją budżetową. Ukazuje zmiany w spreadach w stosunku do 10-letnich bundów w latach 2001-2005 w porównaniu ze zmianami wskaźników długu publicznego w relacji do długu publicznego w Niemczech w tym samym okresie. Na przykład spadek długu publicznego w Belgii w latach 2001-2005 był o 22 punkty procentowe PKB większy niż zmiana długu niemieckiego, natomiast różnica między rentownością belgijskich i nie-

mieckich obligacji skarbowych zmniejszyła się w tym samym okresie o 35 punktów bazowych. Wznosząca się linia na wykresie 2, obrazująca wynik prostej regresji, świadczy faktycznie o tym, że poprawie wskaźnika długu publicznego danego kraju w relacji do zmiany długu niemieckiego towarzyszy obniżenie spreadu między rentownością obligacji tego kraju i obligacji niemieckich.

Jeżeli chodzi o zawarte w oprocentowaniu wypłacanym przez rząd premie z tytułu ryzyka niewykonania zobowiązań (ta kategoria premii jest najściślej związana z koncepcją dyscypliny rynkowej), istotnych informacji dostarcza statystyka oprocentowania swapów kredytowych (ang. *credit default swap*)³. Oprocentowanie tych swapów stanowi bezwzględną miarę ryzyka niewykonania zobowiązań, co pozwala ominąć problem zmiany ratingu wiarygodności kredytowej państwa referencyjnego. Podejście to ma jednak wyraźne ograniczenia: niska płynność może powodować, że nie dla wszystkich krajów strefy euro będą dostępne dane, natomiast niewielki obrót ogranicza wartość informacyjną znanych stóp oprocentowania swapów. Brak też wiarygodnych danych sprzed 2004 r., co uniemożliwia analizę z dłuższej perspektywy.

Jeżeli chodzi o okres, którego dotyczą prezentowane dane (od stycznia 2004 r. do grudnia 2005 r.), rozpiętość oprocentowania swapów kredytowych wykazuje trend zbliżony do rozpiętości stóp procentowych, co świadczy o znacznej zgodności obu rynków (zob. wykres 3). Rozpiętości oprocentowania niektó-

Wykres 3 Spready swapów kredytowych dla wybranych krajów strefy euro, styczeń 2004 – grudzień 2005



Źródła: Dutch State Treasury Agency i Bloomberg.

rych swapów znacznie poszerzyły się w drugim kwartale 2005 r. i pozostały na wysokim poziomie. Zbiega się to z nowymi informacjami o problemach budżetowych w niektórych krajach, uruchomieniu w stosunku do kilku z nich procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, a także negatywnych ocenach wystawianych przez agencje ratingowe. Ponadto, z wykresu wynika że spread kredytowy dla Niemiec był ostatnio nieco wyższy niż dla Francji. Może to świadczyć o tym, że zawężenie rozpiętości stóp procentowych w stosunku do Niemiec jako kraju odniesienia wynikało między innymi z relatywnego pogorszenia kondycji niemieckiego fiskusa.

Różnice w rentowności mogą też wynikać z charakteru rynku obligacji strefy euro, na którym ciągle występują rozbieżności pomiędzy krajami (np. w dziedzinie krajowych rozwiązań prawnych, instytucjonalnych i podatkowych), a także z większego popytu na obligacje krajowe. Kolejnym czynnikiem, który może wyjaśniać odnotowane zróżnicowanie spreadów jest płynność obligacji skarbowych. Jak pokazuje tabela 2, rozpiętość cen *bid* i *ask* – obrazująca w przybliżeniu poziom płynności – obniża się od 1999 r. i obecnie jest na zbliżonym poziomie we wszystkich krajach. Do tego

³ W umowie swapu kredytowego strona sprzedająca zabezpieczenie (ang. *protection seller*) zobowiązuje się do kupna obligacji referencyjnej po wartości nominalnej w razie wystąpienia określonego zdarzenia (ang. *credit event*). Nabywca zabezpieczenia (ang. *protection buyer*) przekazuje sprzedającemu cykliczne płatności do czasu wygaśnięcia swapu lub wystąpienia zdarzenia kredytowego. Wartość płatności wyznacza się jako procent kwoty nominalnej kontraktu bazowego. Procent ten, podawany w skali roku i w punktach bazowych, nazywa się spreadem kredytowym. Teoretycznie spread kredytowy powinien być w przybliżeniu równy odpowiedniemu spreadowi między rentownością obligacji referencyjnej i obligacji wolnej od ryzyka. Więcej informacji zawiera ramka pt. Ostatnie zmiany w rozpiętości rentowności obligacji skarbowych w strefie euro w Biuletynie Miesięcznym z września 2005 r.

Tabela 2 Rozpiętość cen bid i ask długoterminowych obligacji skarbowych

(w procentach; uśrednione dane roczne)

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Belgia | 9,9 | 9,6 | 7,6 | 6,8 | 7,7 | 6,3 | 5,3 |
| Niemcy | 6,1 | 6,2 | 6,3 | 6,0 | 5,5 | 4,6 | 5,6 |
| Grecja | – | – | 10,9 | 9,3 | 7,0 | 5,8 | 6,1 |
| Hiszpania | 8,6 | 8,6 | 7,3 | 6,9 | 6,6 | 5,3 | 4,6 |
| Francja | 10,4 | 9,6 | 6,9 | 6,8 | 6,5 | 4,3 | 5,5 |
| Włochy | – | – | – | 6,5 | 6,2 | 5,2 | 4,4 |
| Holandia | 9,6 | 9,4 | 6,7 | 6,5 | 6,7 | 6,4 | 4,6 |
| Austria | 10,3 | 9,9 | 9,1 | 8,6 | 7,4 | 5,0 | 4,7 |
| Portugalia | 13,9 | 9,7 | 8,1 | 7,1 | 7,5 | 7,6 | 5,3 |

Źródło: Reuters.

zawężenia mogły przyczynić się publikacja kalendarzy przetargów oraz rozwój elektronicznych paneuropejskich giełd papierów dłużnych.

Przytoczone fakty statystyczne dają pewne wyobrażenie o wpływie polityki fiskalnej na stopy procentowe, ale jego szczegółowe wyjaśnienie musi opierać się na analizie ekonometrycznej. Większość badań empirycznych w tej dziedzinie potwierdza wpływ czynników fiskalnych na stopy procentowe (choć skala tego wpływu jest zwykle niewielka – zob. ramka 1), przynajmniej przy niskim i średnim poziomie deficytu budżetowego i długu publicznego. Zachowanie rynku ma charakter nieliniowy, co oznacza, że do pewnego progu długu reakcja rynku może być umiarkowana, natomiast może się gwałtownie zaostriżyć po jego przekroczeniu.

4 ZNACZENIE CZYNNIKÓW NIEFISKALNYCH DLA ROZPIĘTOŚCI STÓP PROCENTOWYCH

Wskaźniki rynku finansowego (rozpiętość stóp procentowych i oprocentowanie swapów kredytowych) oraz badania ekonometryczne zasadniczo potwierdzają tezę, że wyższy poziom deficytu budżetowego i długu publicznego prowadzi do podwyższenia stóp procentowych, ale obecnie rozpiętość rentowności papierów skarbowych strefy euro jest powszechnie niska pomimo znacznych różnic w poziomie deficytów budżetowych i długu publicznego. Stan ten może częściowo wynikać z pewnych kwe-

stii nefiskalnych, o których w tym artykule jeszcze nie wspomniano. Poniżej przedstawiono wybrane czynniki wymieniane przez uczestników rynków finansowych. Wykaz ten nie jest wyczerpujący, a czynników nie uszeregowano według ważności.

Zanim przystąpimy do omówienia warto wspomnieć, że zawężenie rozpiętości oprocentowania nie ogranicza się do rynku obligacji państwowych strefy euro. Jak pokazuje wykres 4, rozpiętość rentowności obligacji korporacyjnych zmniejszyła się pod koniec 2001 r. oraz – w większym stopniu – między 2003 r. i początkiem 2005 r. Podobną prawidłowość odnotowano w przebiegu spreadów w gospodarkach wschodzących.

NISKI POZIOM DŁUGOTERMINOWYCH STÓP PROCENTOWYCH

Rekordowo niski średni poziom długoterminowych stóp procentowych notowany obecnie w strefie euro wpływa na rozpiętość stóp procentowych. Uczestnicy rynku finansowego w dążeniu do uzyskania większych zysków inwestują w obligacje skarbowe, których rentowność jest nieco wyższa.

ZMIANY PRZEPISÓW DOTYCZĄCYCH INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

Na rozpiętość stóp procentowych wpływają także zmiany przepisów, o ile uwaga inwestorów kieruje się w stronę obligacji rządowych.

BADANIA NAD ZWIĄZKIEM MIĘDZY POLITYKĄ FISKALNĄ A STOPAMI PROCENTOWYMI W STREFIE EURO

Empiryczna literatura ekonomiczna wyczerpująco omawia związek między stanem finansów publicznych i rozpiętością stóp procentowych. Jednak wiele badań dotyczy innych obszarów gospodarczych, głównie Stanów Zjednoczonych, które mają odmienny charakter, co nie pozwala na bezpośrednie przełożenie uzyskanych wyników na sytuację panującą w strefie euro. Stany i miasta USA często mają ograniczone możliwości podnoszenia podatków (wymaga to na przykład zgody wyborców lub uzyskania kwalifikowanej większości w parlamencie), przepisy zwykle zawierają ograniczenia dotyczące rządowych i samorządowych potrzeb pożyczkowych, a mobilność czynników produkcji jest znacznie większa, co utrudnia rządowi i samorządom podnoszenie podatków jako sposobu na uzyskanie finansowania. Dlatego też rozpiętość stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych jest większa niż w krajach strefy euro. Badania prowadzone w kontekście europejskim powinny uwzględniać zmiany w porządku instytucjonalnym i rynkowym, wynikające z Traktatu z Maastricht i wprowadzenia euro, takie jak zniesienie kursów walutowych w obrębie strefy euro, rosnąca integracja rynku finansowego oraz klauzula „no bail-out”.

Porównanie wyników badań utrudnia fakt, że analiza dotyczy różnych okresów i krajów, a przy tym opiera się na różnych metodologiach (np. modele makroekonomiczne, autoregresja wektorowa, modele jednorównaniowe) i danych o różnej częstotliwości (od dziennych do rocznych). Występuje także znaczne zróżnicowanie rodzaju zmiennych fiskalnych. Do wyjaśnienia zmian stóp procentowych wykorzystuje się stosunek deficytu, zadłużenia lub obsługi długu do PKB. Uwzględnienie deficytu wynika stąd, że wpływa on na wysokość rocznej kwoty netto, jaką rząd musi pożyczyć, natomiast poziom zadłużenia jest bardziej właściwą miarą wpływu polityki fiskalnej na premie z tytułu ryzyka niewykonania zobowiązań. Płatności z tytułu obsługi zadłużenia wyrażone jako procent przychodów rządu są zbliżone do stosowanego w finansach przedsiębiorstw współczynnika obsługi długu do przepływów pieniężnych. Współzależność między deficytem i długiem zastosowano z tego względu, że deficyt wpływa na stopy procentowe dopiero wtedy, kiedy poziom zadłużenia jest już wysoki. Przetestowano wartości zmiennych fiskalnych podniesione do kwadratu, gdyż reakcja rynków finansowych może mieć charakter nieliniowy: być powściągliwa, kiedy wartości deficytu i długu zaczynają rosnąć z niskiego poziomu, a bardziej dobitna po osiągnięciu poziomu wyższego. Z uwagi na perspektywiczny charakter rynków finansowych analitycy jako zmienne kształtujące stopy procentowe przyjęli oczekiwania dotyczące deficytu budżetowego i długu publicznego, a nie wyniki odnotowane a posteriori. Jedną z przyczyn tak dużego zróżnicowania specyfikacji jest niewielkie zastosowanie w literaturze przedmiotu modeli formalnych.

Bardzo zróżnicowane są także inne czynniki uwzględnione jako zmienne objaśniające. Czasem włącza się czynniki koniunkturalne, gdyż oczekuje się, że spready mogą rosnąć w okresach dekoniunktury. W niektórych badaniach ujmuje się miary akceptowanego poziomu ryzyka (ang. *risk appetite/risk aversion*), uzasadniając to faktem, że przy porównywalnych warunkach fiskalnych reakcja rynku może być różna zależnie od gotowości do podejmowania ryzyka. W okresach zwiększonej niepewności lub kryzysu finansowego inwestorzy starają się lokować środki w instrumenty bezpieczne i płynne, zwykle w obligacje skarbowe emitowane przez większe kraje.

Przeważająca część badań zawiera dowody potwierdzające występowanie statystycznie istotnego, choć zwykle niewielkiego, wpływu deficytu budżetowego lub długu publicznego na rozpiętość stóp procentowych w krajach strefy euro¹. Choć różnice metodologiczne oraz niepokrywanie się zasięgu terytorialnego i czasowego uzasadniają zachowanie ostrożności przy interpretacji wyników, dostępna literatura ekonometryczna wskazuje, że – z grubsza – wzrost deficytu budżetowego w jednym z krajów strefy euro o 1 % PKB w relacji do deficytu niemieckiego powoduje wzrost spreadu ponad 10-letnie bundy o 15 do 35 punktów bazowych. Wpływ wskaźników długu na rozpiętość stóp procentowych jest zwykle znacznie mniejszy. Bernoth, von Hagen i Schuknecht (2004) badali spready rentowności między wybranymi krajami a Niemcami i Stanami Zjednoczonymi, korygując wyniki dla usunięcia wpływu kursów walutowych. Doszli do wniosku, że wpływ sytuacji fiskalnej na premie z tytułu ryzyka kredytowego nie osłabił się po ustanowieniu UGW, co wskazuje na rosnący wpływ obsługi długu na spready stóp procentowych². Inne podejście, jakie zastosowali Afonso i Strauch (2004), polega na wykorzystaniu danych o dużej częstotliwości. Zbadali oni reakcje rynku w 2002 r., gdy podano informację o pogorszeniu się stanu finansów publicznych w szeregu krajów i doszli do wniosku, że wprawdzie pewne zdarzenia mogą wywrzeć przejściowy i ograniczony wpływ na dzienne spready stóp procentowych, ale nie stwierdzono, by ich oddziaływanie było silne i trwałe³.

¹ Dobre ogólne badania wpływu bilansu fiskalnego na stopy procentowe przedstawia OECD (A.-M. Brook: *Recent and prospective trends in real long-term interest rates: Fiscal policy and other drivers*, [w] Economics Department Working Paper No 367, wrzesień 2003) oraz Komisja Europejska (2004, *Public Finances in EMU*).

² K. Bernoth, J. von Hagen, L. Schuknecht: *Sovereign risk premia in the European Government bond market*, [w] ECB Working Paper No 369, czerwiec 2004.

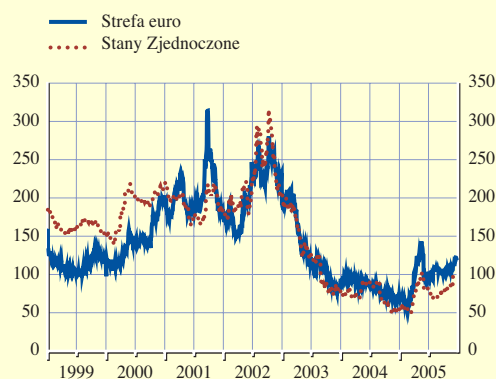
³ A. Afonso, R. Strauch: *Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU*, [w] ECB Working Paper No 303, luty 2004.

Inwestorzy instytucjonalni w rodzaju funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych są najpoważniejszymi graczami na rynkach kapi-

tałowych, więc zmiany w ich portfelach w istotny sposób wpływają na poziom stóp procentowych. Inwestorzy ci stoją obecnie w obliczu szeregu zmian regulacyjnych, które mogą wywrzeć zasadniczy wpływ na warunki finansowe w strefie euro.

Wykres 4 Spready obligacji korporacyjnych o ratingu BBB w strefie euro i Stanach Zjednoczonych

(dane dzienne; w punktach bazowych)



Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.

Ostatnio w niektórych krajach zaproponowano wprowadzenie nowych zasad wyceny aktywów i pasywów dla celów nadzoru. Część krajów planuje zmianę podstawy wyceny zobowiązań emerytalnych ze stałych (w danym okresie) stóp procentowych na wycenę rynkową. Na przykład w Holandii – mającej najwyższy w obszarze euro wskaźnik aktywów emerytalnych wyrażonych jako procent PKB (około 94%) – zobowiązania funduszy emerytalnych będą od 2007 r. wyceniane na podstawie długoterminowej rynkowej stopy procentowej zamiast stałej 4-procentowej stopy dyskontowej. Podobna tendencja utrwała się wśród firm ubezpieczeniowych. Opisana zmiana znacznie zwiększa zmienność bilansów tych inwestorów

instytucjonalnych po stronie pasywów. W rezultacie fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe dokonują przesunięcia strategicznej wartości referencyjnej przyjętej dla aktywów (ang. *benchmark*), kładąc coraz większy nacisk na (długoterminowe) obligacje oraz zabezpieczanie zobowiązań przy pomocy kontraktów swap. Celem takich działań jest ograniczenie niedopasowania okresowości (ang. *duration mismatch*) – skutek znacznie dłuższych terminów zapadalności pasywów niż aktywów te pierwsze są bardziej podatne na wahania stóp procentowych – oraz zmniejszenie ryzyka wyłączenia zastrzeżeń przez organy nadzoru.

Kolejną zmianą regulacyjną, która dotknęła inwestorów instytucjonalnych było wprowadzenie Międzynarodowych Standardów Rachunkowości dla unijnych spółek giełdowych w 2005 r. Zgodnie z tymi standardami w rachunku wyników spółek należy uwzględnić nadwyżki i niedobory zarówno zrealizowane, jak i niezrealizowane. W związku z tym firma powinna zawiązać rezerwę w bilansie, jeżeli przewiduje wystąpienie nadwyżki zobowiązań emerytalnych nad aktywami z tego tytułu. Spółki szukają sposobów ograniczenia zmienności zysków wskutek wpływu funduszy emerytalnych. Możliwe jest na przykład ulokowanie większej części aktywów funduszy emerytalnych w obligacjach długoterminowych i ograniczenie w ten sposób zmienności bilansu dzięki zmniejszeniu niedopasowania okresowości.

Opisane powyżej czynniki spowodowały znaczące przesunięcie portfeli inwestorów instytucjonalnych z akcji na obligacje. Od grudnia 2000 r. do marca 2005 r. fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe w obszarze euro zainwestowały 535 mld euro w obligacje, w tym papiery skarbowe państw strefy euro, ale także obligacje korporacyjne oraz emitowane przez rządy państw spoza strefy euro. Oznacza to wzrost udziału obligacji w aktywach ogółem tych inwestorów instytucjonalnych o około 7 punktu procentowego, głównie kosztem spadku udziału akcji i kredytów. Aby umieścić te wielkości w szerszym kontekście: zakupy

obligacji przez fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe stanowią równowartość 6% PKB strefy euro, podczas gdy na przykład skumulowany deficyt budżetowy strefy euro w latach 2001-04 wyniósł 10% PKB. Brak wprawdzie szczegółowych informacji o rodzaju nabywanych obligacji, ale według niepotwierdzonych źródeł większy wzrost dotyczył bardziej rentownych obligacji skarbowych, co przyczyniło się do zawężenia spreadów między stopami procentowymi. Wśród powodów takiego przesunięcia portfeli w kierunku obligacji skarbowych należy wymienić szukanie okazji do zysku przy przeważających obecnie niskich stopach procentowych oraz finansowanie niedoborów w niektórych systemach emerytalnych, a także ograniczoną – choć rosnącą – podaż obligacji skarbowych o bardzo długich terminach zapadalności.

OBOWIĄZUJĄCE W EUROSISTEMIE ZASADY DOTYCZĄCE ZABEZPIECZEŃ

Niektórzy obserwatorzy twierdzą, że obowiązujące w Eurosystemie zasady dotyczące zabezpieczeń przyczyniają się do zawężania rozpiętości stóp procentowych. Zasady te określają, jakie aktywa Eurosystem może przyjąć jako zabezpieczenie kredytów udzielanych monetarnym instytucjom finansowym (MIF). Niektórzy twierdzą, że Eurosystem nie stosuje wystarczającego rozróżnienia między obligacjami emitowanymi przez poszczególne rządy strefy euro. Równe traktowanie wszystkich obligacji skarbowych postrzega się jako faworyzowanie rządów o niższym ratingu, prowadzące do utrzymania spreadów na niskim poziomie.

Bez wdawania się w polemikę z tym stanowiskiem warto zauważyć, że istnieje szereg rozwiązań służących łagodzeniu ryzyka, które chronią Eurosystem przed stratami finansowymi. Rozwiązania te – dotyczące zarówno zabezpieczeń prywatnych, jak i publicznych – w pełni uwzględniają ocenę rynków finansowych. Po pierwsze, aby Eurosystem przyjął jako zabezpieczenie aktywa przedstawione przez MIF, muszą one spełniać szereg kryteriów, w tym wysoką wiarygodność kredytową po-

twierdzoną oceną wiodących agencji ratingowych. Minimalny rating wynosi A- wg Standard and Poor's oraz Fitch Ratings, lub A3 wg Moody's. Po drugie, zabezpieczenia na rzecz Eurosystemu podlegają codziennej wycenie według cen rynkowych, w związku z czym zmiana opinii sektora prywatnego o działalności danego rządu prowadząca do spadku cen obligacji spowoduje również spadek ich wartości jako zabezpieczenia. W takiej sytuacji MIF musiałyby przekazać większe zabezpieczenie w zamian za tę samą kwotę pieniądza banku centralnego.

Gdyby zasady Eurosystemu dotyczące zabezpieczeń rzeczywiście przyczyniały się do zawężenia rozpiętości stóp procentowych, pro-

wadziłyby to do nadreprezentacji obligacji skarbowych o niższym ratingu w puli aktywów wykorzystywanych jako zabezpieczenie w operacjach polityki pieniężnej Eurosystemu: obligacje o najwyższym ratingu byłyby wykorzystywane częściej w operacjach rynkowych sektora prywatnego, a papiery o niższym ratingu częściej byłyby przedstawiane jako zabezpieczenie kredytu w banku centralnym. Ramka 2 przedstawia informacje statystyczne dotyczące wykorzystania zabezpieczeń, z których wynika, że odsetek obligacji skarbowych krajów o niższej wiarygodności kredytowej jest niższy od ich udziału w całkowitej puli zabezpieczeń sektora prywatnego i publicznego, a proporcjonalny do ich udziału w puli zabezpieczeń publicznych.

Ramka 2

WYKORZYSTANIE RZĄDOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH JAKO ZABEZPIECZENIA W OPERACJACH KREDYTOWYCH EUROSYSTEMU

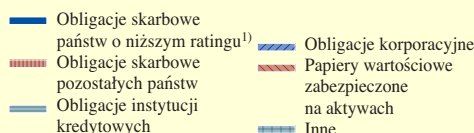
Zgodnie z art. 18.1 Statutu ESBC wszystkie operacje kredytowe Eurosystemu (tj. operacje otwartego rynku służące zapewnieniu płynności oraz operacje związane z kredytem technicznym) wymagają właściwego zabezpieczenia. Aby uchronić Eurosystem przed stratami, aktywa przekazywane jako zabezpieczenie muszą spełniać kryteria określone przez Eurosystem; lista tych aktywów jest publikowana codziennie na stronie internetowej EBC. Eurosystem przyjmuje jako zabezpieczenie rozmaite aktywa, nie tylko instrumenty dłużne emitowane przez rządy strefy euro, ale także inne instrumenty dłużne denominowane w euro, emitowane przez inne rządy oraz przez sektor prywatny (np. obligacje bankowe i korporacyjne oraz papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach). W 2005 r. całkowita wartość dostępnych zabezpieczeń wynosiła około 8,2 bln euro¹, z czego 54% (4,4 bln euro) stanowiły obligacje instytucji rządowych i samorządowych państw członkowskich UE (zob. wykres). Obligacje skarbowe czterech krajów strefy euro, którym żadna z trzech międzynarodowych agencji ratingowych nie przyznała ratingu AAA (Belgii, Grecji, Portugalii i Włoch) stanowiły 21% całkowitej wartości dostępnych zabezpieczeń (oraz 39% całej puli rządowych papierów dłużnych). Na pozostałe 46% całkowitej puli zabezpieczeń składają się papiery dłużne emitentów z sektora prywatnego: obligacje bankowe typu *covered* (listy zastawne) i *uncovered* (30%), obligacje korporacyjne (8%) i papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach (5%). Pozostałą część stanowiły papiery innych emitentów, np. organizacji międzynarodowych.

Wartość zabezpieczeń zdeponowanych do wykorzystania w operacjach kredytowych Eurosystemu w ciągu 2005 r. wynosiła średnio 853 mld euro, czyli około 10% całkowitej wartości aktywów kwalifikowanych. Obligacje skarbowe stanowiły 34% złożonych zabezpieczeń (zob.

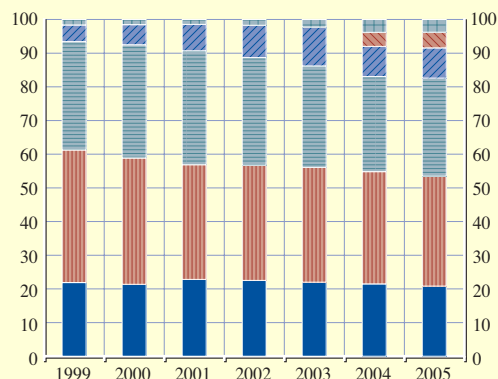
¹ Wszystkie wartości dostępnych i złożonych zabezpieczeń podano w uśrednieniu w skali roku. Średnia za 2005 r. została obliczona jedynie za pierwsze trzy kwartały.

Aktywa zbywalne kwalifikowane oraz złożone do wykorzystania jako zabezpieczenie w operacjach kredytowych Eurosystemu

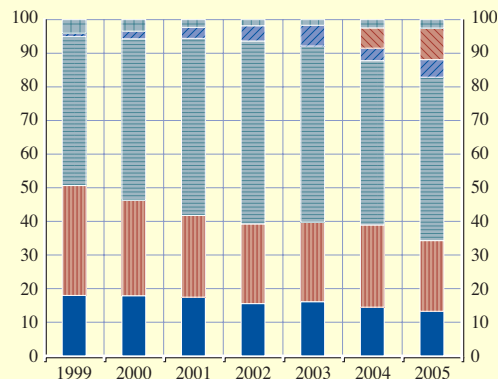
(jako procent całości)



Kwalifikowane aktywa zbywalne



Aktywa zbywalne złożone do wykorzystania jako zabezpieczenie



Źródło: EBC.

Uwaga: Dane za 2005 r. odnoszą się do trzech pierwszych kwartałów tego roku.

¹⁾ Państwa o niższym ratingu to Belgia, Grecja, Portugalia i Włochy.

wykres). Jeśli za poziom odniesienia przyjmie się udział procentowy obligacji skarbowych w całkowitej puli aktywów kwalifikowanych, ich odsetek był za niski o 20 punktów procentowych. Na obligacje czterech państw o najniższym ratingu, które stanowiły 21% całkowitej puli dostępnych zabezpieczeń w 2005 r., przypada jedynie 13% całości zabezpieczeń złożonych do wykorzystania, czyli ich udział byłby o 8 punktów procentowych za niski. Ponadto dane za ostatnie sześć lat wskazują, że odchodzi się od wykorzystywania obligacji skarbowych (w tym emitowanych przez państwa o niższym ratingu) na rzecz emitentów z sektora prywatnego. Spadek ten był największy w latach 1999-2002, kiedy udział obligacji skarbowych złożonych do wykorzystania obniżył się z 50% do 39%; w okresie 2002-2004 był stosunkowo stabilny, ale w 2005 r. ponownie zmalał. Równocześnie zwiększyło się wykorzystanie papierów emitowanych przez sektor prywatny. Na przykład udział papierów wartościowych zabezpieczonych na aktywach wzrósł praktycznie od zera w 1999 r. do 9% w 2005 r. Zatem aktywa te były wykorzystywane w stopniu wyższym niż proporcjonalny w stosunku do ich nominalnej wartości.

Wynika stąd – wbrew temu, co sądzą niektórzy komentatorzy – że brak jest dowodów świadczących o nadreprezentacji obligacji skarbowych państw o niższym ratingu; dane wskazują wręcz na tendencję odwrotną. Ponadto, biorąc pod uwagę jedynie średnią wartość złożonych jako zabezpieczenie obligacji rządowych strefy euro wynoszącą w 2005 r. 291 mld euro, papiery czterech rządów o najniższym ratingu stanowiły jedynie 39% dostępnych obligacji skarbowych, co świadczy o tym, że nawet w obrębie puli obligacji skarbowych strefy euro nie występuje substytucja obligacji o wyższym ratingu przez papiery o ratingu niższym. Obojętność

kontrahentów na rating rządu będącego emitentem wykorzystywanych obligacji można częściowo tłumaczyć faktem, że na rynku repo sektora prywatnego (np. w transakcjach Eurepo) wszystkie rządowe papiery dłużne strefy euro przyjmuje się na jednakowych zasadach jako „ogólne zabezpieczenie” (ang. *general collateral*). Ta praktyka rynkowa prowadzi do zrównania kosztu alternatywnego – czyli innego zastosowania przez kontrahenta na rynku sektora prywatnego – różnych obligacji skarbowych strefy euro wykorzystywanych jako zabezpieczenia w transakcjach w ramach Eurosystemu.

5 WNIOSKI

Rynek może odgrywać pozytywną rolę jako siła dopingująca rządy strefy euro do działania, zgodnie z zasadą ochrony stabilności finansów publicznych, niejako uzupełniając w ten sposób obowiązujące zasady polityki fiskalnej. Rynek nie zawsze jednak działa z dostateczną mocą i na czas, by chronić stan finansów publicznych i dzięki temu ułatwiać realizację celu polityki pieniężnej, jakim jest utrzymanie stabilności cen. Świadomi tego byli autorzy Traktatu z Maastricht, postanawiając, że utrzymanie zdrowych finansów publicznych wymaga wiarygodności i ścisłego przestrzegania zasad fiskalnych, co zapewnia lepsze warunki do utrzymania stabilności cen i otoczenia makroekonomicznego. Należy ponadto unikać działań mogących niekorzystnie wpłynąć na dyscyplinę rynkową, na przykład przez podważenie wiarygodności klauzuli „no bail-out” Traktatu z Maastricht.

W okresie bezpośrednio poprzedzającym wprowadzenie wspólnej waluty rozpiętość

stóp procentowych w krajach strefy euro znacznie się zmniejszyła dzięki stopniowej eliminacji ryzyka kursowego oraz obniżeniu ryzyka inflacji. Od czasu wprowadzenia euro w styczniu 1999 r. spready uwzględniają przede wszystkim premie za ryzyko kredytowe, które rynki we wszystkich krajach wyceniają stosunkowo nisko pomimo znacznych różnic w sytuacji fiskalnej tych krajów. Tym niemniej obecne dane wyraźnie wskazują, że każdorazowe pogorszenie (lub poprawa) wiarygodności kredytowej publicznego emitenta obligacji uwzględniane jest w tej premii, co odbija się na rynku swapów kredytowych oraz na spreadach notowanych na rynkach obligacji. Do niewielkiej obecnie rozpiętości stóp procentowych mogły przyczynić się także inne czynniki, w tym chęć inwestorów do kupowania bardziej rentownych obligacji skarbowych czy zmiany w przepisach nadzorczych i rachunkowych dotyczących funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych. Ze statystyk zabezpieczeń wynika, że zasady Eurosystemu dotyczące zabezpieczeń nie wpływają w istotny sposób na rozpiętość stóp procentowych.