


Joanna BOGOŁĘBSKA*

 <https://orcid.org/0000-0002-9150-150X>

Ewa FEDER-SEMPACH**

 <https://orcid.org/0000-0001-9586-1417>

Ewa STAWASZ-GRABOWSKA***

 <https://orcid.org/0000-0002-2456-552X>

UWARUNKOWANIA I WYZWANIA KREACJI SAFE ASSETS – SZCZEGÓLNA ROLA DŁUGU PUBLICZNEGO

Abstrakt

Przedmiot badań: Aktywa bezpieczne (*safe assets*) są definiowane na różne sposoby, w zależności od ich atrybutów i funkcji. Najczęściej przyjmuje się, że są to płynne instrumenty finansowe, głównie dłużne, które gwarantują inwestorom zachowanie wartości w trakcie niekorzystnych zjawisk gospodarczych. Podkreśla się, że dług publiczny ze względu na jego cechy charakterystyczne, najlepiej może wypełnić tę funkcję. Jednakże, ze względu na oddziaływanie czynników popytowych i podażowych, w gospodarce światowej powstaje problem niedoboru aktywów bezpiecznych. Możliwość uzupełniania podaży jest ograniczona zdolnością głównego globalnego dostawcy aktywów bezpiecznych – USA do zwiększania skali długu publicznego.

Cel badawczy: Celem artykułu jest odpowiedź na kluczowe pytanie, jak dostarczać gospodarce globalnej wymaganą ilość aktywów bezpiecznych, zachowując stabilność zadłużenia publicznego emitentów oraz wymagany poziom bezpieczeństwa.

Metoda badawcza: Artykuł stanowi syntezę studiów teoretycznych podejmowanych w literaturze światowej i jednocześnie próbę wprowadzenia do polskiej literatury zakresu pojęciowego związanego z aktywami bezpiecznymi. Rozważania teoretyczne opierają się na założeniu, że dług publiczny jest kluczowym czynnikiem determinującym wielkość ich emisji. W konsekwencji, w artykule wyodrębniono zestaw ekonomicznych i pozaekonomicznych czynników kreacji publicznych aktywów bezpiecznych. Na podstawie analizy opisowej wskaźników makroekono-

* Dr hab., prof. UŁ, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Biznesu i Handlu Międzynarodowego; e-mail: joanna.bogolebska@uni.lodz.pl

** Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych; e-mail: ewa.feder@uni.lodz.pl

*** Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Finansów i Inwestycji Międzynarodowych; e-mail: ewa.grabowska@uni.lodz.pl

micznych (fiskalnych) podjęto ocenę zdolności emitentów walut rezerwowych, w tym głównie USA, do dostarczania *safe assets*.

Wyniki: Wyniki badań pozwalają wyciągnąć trzy kluczowe wnioski. Po pierwsze, w procesach kreacji *safe assets*, ze względu na ich specyficzne funkcje i atrybuty, dominującą rolę odgrywa sektor publiczny. Z tego powodu głównymi dostawcami *safe assets* są kraje emitujące waluty rezerwowe, w szczególności USA, ze względu na ich monopolistyczną pozycję w międzynarodowym systemie walutowym. Po drugie, potencjał tych krajów do emisji aktywów bezpiecznych jest ograniczony. Świadczą o tym zarówno rozważania teoretyczne (krzywa Laffera dla *safe assets*, dylemat Triffina), jak i rosnące poziomy zadłużenia publicznego. Po trzecie, dla utrzymania globalnej stabilności finansowej, konieczne jest uzupełnienie puli aktywów bezpiecznych. Potencjalnie rolę tę mogłyby odgrywać Chiny i UGiW.

Słowa kluczowe: *safe assets*, dług publiczny, podaż *safe assets*, niedobór *safe assets*, krzywa Laffera dla *safe assets*.

Klasyfikacja JEL: E42, E52, F34, F41

1. Wstęp

Choć inwestycje o niskim ryzyku były przedmiotem wcześniejszych analiz, pojęcie aktywów bezpiecznych (*safe assets*)¹ pojawia się w literaturze stosunkowo od niedawna, najczęściej w kontekście kryzysu finansowego 2007/2008 i związanego z nim wzrostu awersji do ryzyka. Rosnąca liczba prac podejmuje próbę określenia globalnej puli *safe assets* oraz wyznaczenia granicy między aktywami bezpiecznymi i obciążonymi wyższym ryzykiem, co stanowi wyzwanie ze względu na jej zmieniający się w czasie charakter. Najistotniejszą kwestią wydaje się przy tym niedobór aktywów bezpiecznych, jego konsekwencje dla międzynarodowego systemu walutowego (msw), a także możliwości zwiększenia ich podaży.

Celem ogólnym artykułu jest zdefiniowanie i wyjaśnienie pojęcia aktywów bezpiecznych, wraz z przedstawieniem ich atrybutów oraz skutków podziału na publiczne i prywatne. Dodatkowym celem jest wskazanie potencjalnych rozwiązań dla dostarczania gospodarce globalnej wymaganej ilości aktywów bezpiecznych, przy zachowaniu stabilności zadłużenia publicznego emitentów oraz wymaganego poziomu bezpieczeństwa.

2. Pojęcie i atrybuty *safe assets*

W literaturze brak jest jednolitej definicji aktywów bezpiecznych. Przyjmowane definicje różnią się, co wynika z akcentowania odmiennych źródeł kreacji i atrybutów tak określanych aktywów. Równocześnie panuje konsensus, że nie

¹ Pojęcia aktywa bezpieczne i *safe assets* będą stosowane zamiennie.

ma aktywów całkowicie pozbawionych ryzyka, a zatem oferujących całkowite bezpieczeństwo. Dlatego też pojęcie *safe assets* należy odnosić do aktywów relatywnie bezpiecznych względem innych klas aktywów. Najprościej można wskazać, że są one bezpiecznym środkiem tezauryzacji, tj. bezwarunkową obietnicą zwrotu wartości nominalnej². Powszechnie *safe assets* są także definiowane jako każdy dług, który gwarantuje ustaloną wartość pieniądza w przyszłości bez ryzyka niewypłacalności emitenta. Dla R. Caballero i in.³ *safe asset* to prosty instrument dłużny, który gwarantuje inwestorom zachowanie wartości w trakcie niekorzystnych zjawisk gospodarczych. Sugerują to również wyniki badań empirycznych wskazujące na brak zależności między percepcją aktywów jako bezpiecznych a charakterem szoków generujących wzrost globalnego ryzyka (szoki monetarne, finansowe, geopolityczne)⁴.

W raporcie Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) z 2012 r., który stanowi punkt odniesienia dla większości analiz w omawianym zakresie, aktywa bezpieczne definiowane są przez pryzmat 5 właściwości. Są to:

- 1) niskie ryzyko kredytowe i rynkowe,
- 2) wysoka płynność rynku,
- 3) ograniczone ryzyko inflacyjne,
- 4) niskie ryzyko kursowe,
- 5) ograniczone ryzyko niesystematyczne⁵.

MFW wskazuje, że najważniejsza jest pierwsza cecha, jako że zazwyczaj łączy się ona z niskim ryzykiem płynności. Wysoka płynność rynku zapewnia możliwość sprzedaży aktywów w dowolnym czasie bez wpływu na ich cenę. Dodatkowo zaletą wysokiej płynności jest możliwość łatwego rolowania długu, co jest korzystne zarówno dla emitenta, jak i nabywcy⁶. Z drugiej jednak strony można argumentować, że pierwsze dwie właściwości nie zawsze idą w parze. Przykładowo, część aktywów postrzeganych jako bezpieczne, jak np. gwarantowane depozyty, może cechować się niską płynnością ze względu na swoją konstrukcję. Ponadto, analizując istotność poszczególnych cech wyodrębnionych

² P.-O. Gourinchas, O. Jeanne, *Global safe assets*, BIS Working Papers 2012/399, s. 5–6; P. Golec, E. Perotti, *Safe assets: a review*, ECB Working Paper Series 2017/2035, s. 18.

³ R. Caballero, E. Farhi, P.-O. Gourinchas, *The safe assets shortage conundrum*, Journal of Economic Perspectives 2017/31/3, s. 29.

⁴ M. Habib, L. Stracca, F. Venditti, *The fundamentals of safe assets*, ECB Working Paper Series 2020/2355, s. 2, 25.

⁵ International Monetary Fund, *Safe assets: financial system cornerstone?*, Global Financial Stability Report 2012, s. 84–89.

⁶ A. Van Riet, *Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the eurozone*, ESRB Working Paper Series 2017/35, s. 13–15, 31–33.

TABELA 1: Funkcje pełnione przez poszczególne klasy aktywów bezpiecznych

Aktywa		Dług publiczny	Roszczenia wobec banku centralnego	Quasi-publiczny (dług (np. dług JST)	Dług banków	Dług korporacyjny (rating AAA)	KPDP	Udziały funduszy rynku pieniężnego	ABS (rating AAA)	Repo
Funkcje										
Środek tezauryzacji	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Środek płatności, rezerwy transakcyjne	✓ (dług krótko-terminowy)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Zabezpieczenie i hedging portfela	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Benchmark	✓					✓				
Polityka pieniężna, wsparcie płynnościowe	✓	✓	✓	✓	✓		✓ (w zarządaniu kryzysem)	✓ (w zarządaniu kryzysem)	✓	✓
Regulacje ostrożnościowe	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: **A. Gelpern, E. Gerdling, Inside safe assets**, Georgetown University Law Center, 2016, s. 17. JST – jednostki samorządu terytorialnego, KPDP – krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw.

przez MFW, należy podkreślić, że zależy ona od kategorii inwestorów, ich strategii, horyzontu inwestycji itd. Dla przykładu, inwestorzy o długoterminowych pasywach (np. fundusze emerytalne, instytucje ubezpieczeniowe) przywiązują mniejsze znaczenie do płynności, zatem dla nich aktywami bezpiecznymi będą te mniej płynne, o dłuższych terminach zapadalności. Z kolei podmioty zgłaszające popyt na aktywa denominowane w walutach obcych będą w większym stopniu uwzględniać ryzyko kursowe.

Aktywa bezpieczne można określać poprzez funkcje, które pełnią. Tabela 1 pokazuje najczęstsze motywy zgłaszania popytu na *safe assets* i klasy aktywów, które najlepiej wypełniają wyodrębnione funkcje. Dane z tabeli można dalej zestawiać z motywami poszczególnych grup inwestorów. Przykładowo, w przypadku banków komercyjnych, które – według szacunków MFW⁷ – są największymi posiadaczami *safe assets*, popyt na te aktywa jest związany przede wszystkim z: zarządzaniem niedopasowaniem terminów zapadalności aktywów i wymagalności pasywów, pełnieniem funkcji kontrahenta dla operacji z bankiem centralnym (*primary dealer*) i organizatora rynku (*market maker*), wykorzystywaniem zabezpieczeń w transakcjach na rynku repo i z bankiem centralnym, wypełnianiem wymogów ostrożnościowych. Z kolei dla banków centralnych aktywa bezpieczne są niezbędne dla realizacji polityki pieniężnej, w tym podejmowania interwencji walutowych, czy też – jak pokazują doświadczenia ostatniej dekady – prowadzenia luzowania ilościowego. Wreszcie, zachowanie wartości portfela ma szczególne znaczenie dla zakładów ubezpieczeń na życie oraz funduszy emerytalnych funkcjonujących w oparciu o zasadę zdefiniowanego świadczenia.

Aktywa bezpieczne można także charakteryzować poprzez ich atrybuty. Studia literaturowe pozwalają na sformułowanie następującej listy⁸.

1. *Moneyiness* – zdolność do zamiany aktywów bezpiecznych na gotówkę bez utraty wartości bez względu na fazę cyklu koniunkturalnego⁹.

⁷ International Monetary Fund, *Safe assets...*

⁸ Z uwagi na fakt, że duża część z prezentowanych atrybutów nie znajduje odpowiednika w polskiej literaturze, postanowiono zachować wersję anglojęzyczną, każdorazowo wyjaśniając wprowadzany termin. Por.: E. Feder-Sempach, J. Bogoleńska, E. Stawasz-Grabowska, *Główne determinanty podaży publicznych aktywów bezpiecznych. Analiza na podstawie krajów emitentów walut rezerwowych w okresie 1989–2018*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2020/64 (5).

⁹ J.-P. Landau, *Capital flows, debt and the growth: dilemmas and tradeoffs in the global agenda*, column on VoxEU.org, 24, 2016.

2. *Information insensitivity* – aktywa są uznawane za bezpieczne, jeżeli nowa informacja o ich charakterystykach nie wpływa na chęć ich posiadania. Przykładem takich aktywów są amerykańskie obligacje skarbowe¹⁰.
3. *Good friend analogy* – metaforycznie, aktywa bezpieczne są jak dobrzy przyjaciele, tj. zawsze wtedy, kiedy są potrzebni. Oznacza to, że pełnią swoje funkcje niezależnie od koniunktury, w tym w szczególności w okresie kryzysu. Przykładem aktywów, które przed wybuchem kryzysu finansowego 2007/2008 były postrzegane jako bezpieczne i utraciły tę własność w warunkach załamania, są sekurytyzowane instrumenty typu MBS czy też obligacje skarbowe peryferyjnych krajów strefy euro¹¹.
4. *Flight-to-safety/flight-to-quality* – zjawisko „ucieczki w bezpieczeństwo/jakość” obserwuje się wtedy, kiedy uczestnicy rynku finansowego wycofują się z inwestycji postrzeganych za bardziej ryzykowne w kierunku cechujących się większym bezpieczeństwem. Tradycyjnie funkcję „bezpiecznych przystani” pełnią obligacje skarbowe krajów – emitentów walut rezerwowych (Stany Zjednoczone, Niemcy w przypadku strefy euro, Szwajcaria, Wielka Brytania, Japonia) i złoto.
5. *Safe assets tautology/strategic complementarity* – aktywa są bezpieczne, jeżeli inni oczekują, że będą bezpieczne¹². Atrybut ten jest silnie związany z historią i reputacją emitenta. Pokazują to wyraźnie badania nad determinantami ratingów kredytowych, które począwszy od pionierskiej pracy R. Cantora i F. Packera¹³ identyfikują przypadki niewywiązania się z zobowiązań w przeszłości jako czynnik istotnie obniżający oceny wiarygodności kredytowej¹⁴.

¹⁰ **G. Gorton**, *The history and economics of safe assets*, NBER Working Paper 2016/22210, s. 2.

¹¹ **M. Brunnermeier, V. Haddad**, *Safe assets*, 2014, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/aboutthefed/pdf/FAR_Oct2014.pdf

¹² **O. Blanchard, L. Summers**, *Rethinking stabilization policy: evolution or revolution?*, NBER 2017 www.nber.org/papers/w24179.pdf; **R. Caballero, E. Farhi, P.-O. Gourinchas**, *The safe assets shortage conundrum*, *Journal of Economic Perspectives* 2017/31/3, s. 29.

¹³ **R. Cantor, F. Packer**, *Determinants and impact of sovereign credit ratings*, *Economic Policy Review* 1996/2/2.

¹⁴ **A. Afonso**, *Understanding the determinants of sovereign debt ratings: evidence for the two leading agencies*, *Journal of Economics and Finance* 2003/27 (1), s. 56–74; **P. Reusens, C. Croux**, *Sovereign credit rating determinants: A comparison before and after the European debt crisis*, *Journal of Banking & Finance* 2017/77, s. 108–121.

6. *No questions asked* – większa wiarygodność emitenta implikuje niższe koszty zbierania informacji odnośnie do wartości aktywów z punktu widzenia inwestora¹⁵.
7. *Convenience yield* – wyjątkowość *safe assets* wiąże się z „niepieniężnym zwrotem”, zwanym *convenience yield*, w formie płynności lub *moneyness* oraz bezpieczeństwa; oznacza to jednocześnie, że dochód inwestora jest niższy niż byłby wtedy, gdyby te dwa atrybuty (płynności lub *moneyness* oraz bezpieczeństwo) nie występowały. *Convenience yield* nie jest kategorią bezpośrednio obserwowalną. Istniejące szacunki odnoszą ją zazwyczaj do amerykańskich obligacji skarbowych. Dla przykładu, A. Krishnamurthy i A. Vissing-Jorgensen¹⁶ pokazują, że w latach 1926–2008 rentowności amerykańskich obligacji skarbowych byłyby średnio o 73 punkty bazowe wyższe, gdyby nie *moneyness* oraz bezpieczeństwo cechujące te aktywa.

Duże znaczenie dla bezpieczeństwa aktywów mają także uwarunkowania prawne. Zdolność do emisji *safe assets* jest przede wszystkim determinowana ochroną praw własności. Dlatego też tylko podmioty z krajów charakteryzujących się stabilną sytuacją polityczną i makroekonomiczną mogą z powodzeniem emitować aktywa bezpieczne. Co więcej, jak wskazują P. Golec i E. Perotti¹⁷, bezpieczeństwo aktywów takich jak instrumenty dłużne można wzmocnić poprzez postanowienia umowne, w tym np.: a) ustanowienie statusu długu uprzywilejowanego dającego pierwszeństwo względem innych roszczeń; b) przyjęcie krótszych terminów zapadalności, dla których prawdopodobieństwo materializacji ryzyka związanego z inwestycją jest mniejsze; c) ustanowienie zabezpieczeń, co w znacznym stopniu ogranicza ryzyko kredytowe i ryzyko kontrahenta.

Kluczowa dla bezpieczeństwa aktywów jest rola instytucji tworzących sieć bezpieczeństwa finansowego. Przykładowo, w przypadku depozytów bankowych są to zasady funkcjonowania systemu gwarantowania depozytów (zakres podmiotowy i przedmiotowy gwarancji, wysokość gwarancji itp.). Istotne znaczenie ma także realizacja funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji przez krajowy bank centralny. W tym kontekście P. Gourinchas i O. Jeanne wskazują¹⁸, że bank centralny poprzez wyrażoną *implicite* bądź *explicite* deklarację skupu

¹⁵ B. Holmstrom, *Understanding the role of debt in the financial system*, BIS Working Paper 2015/479.

¹⁶ A. Krishnamurthy, A. Vissing-Jorgensen, *The aggregate demand for Treasury debt*, Journal of Political Economy 2012/120/2, s. 233–267.

¹⁷ P. Golec, E. Perotti, *Safe assets: a review*, ECB Working Paper Series 2017/2035, s. 18.

¹⁸ P.-O. Gourinchas, O. Jeanne, *Global safe...*

aktywów w sytuacji spadku ich ceny poniżej pewnego progu może uczynić bezpieczną każdą ich kategorię.

Zgodnie z szacunkami MFW¹⁹ ponad połowę globalnej podaży aktywów bezpiecznych tworzą obligacje skarbowe krajów OECD o najwyższych ocenach wiarygodności kredytowej – AAA/AA (45%) oraz A/BBB (7%). W następnej kolejności, pod względem udziału, znajdują się instrumenty sekurytyzowane (17%), a także dług korporacyjny o ratingu inwestycyjnym i złoto (po 11%). Udziały pozostałych klas aktywów nie przekraczają 5%.

3. Aktywa publiczne versus prywatne w roli *safe assets*

Tradycyjnie, w zbiorze aktywów uznawanych za bezpieczne dominują skarbowe instrumenty dłużne emitowane przez kraje wysoko rozwinięte. Ważną kwestią w toczącej się debacie na temat *safe assets*, w tym w szczególności konsekwencji ich niedoboru dla stabilności msw, jest potencjalna substytucyjność między aktywami publicznymi i prywatnymi. Doświadczenia ostatnich kilku dekad pokazują, że w sytuacji kryzysu systemowego aktywa prywatne tracą bezpieczeństwo, przyczyniając się do destabilizacji w gospodarce światowej.

Począwszy od kryzysu walutowego z lat 1997–1998 kraje Azji Południowo-Wschodniej, chcąc na przyszłość uchronić się przed negatywnymi skutkami destabilizujących przepływów kapitału, przyjęły strategię przekształcania się z importerów w eksporterów kapitału netto poprzez dynamiczną akumulację rezerw walutowych, która w praktyce polegała na mobilizacji krajowych oszczędności, a następnie nabywaniu skarbowych papierów wartościowych emitowanych przez kraje wysoko rozwinięte, w tym przede wszystkim Stany Zjednoczone ze względu na ich status emitenta waluty rezerwowej (por. wykres 1, lewa część). Popyt na te aktywa zgłaszały także Chiny, które wprawdzie nie należały do krajów najbardziej dotkniętych kryzysem azjatyckim, ale – w ramach strategii wzrostu opartej na eksporcie – potrzebowały rezerw do prowadzenia interwencji na rynkach walutowych. Zgodnie z szacunkami C. Bertaut i in.²⁰ w okresie przedkryzysowym (I kw. 2003–II kw. 2007) zagraniczne banki centralne i inni tzw. publiczni inwestorzy absorbowali ok. 80% wzrostu podaży amerykańskich rządowych instrumentów dłużnych. Tym samym, strukturalny niedobór podaży skarbowych papierów wartościowych emitowanych przez Stany Zjednoczone

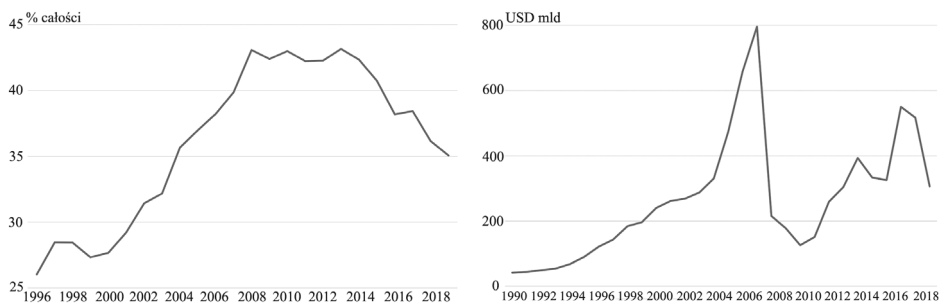
¹⁹ International Monetary Fund, *Safe assets...*

²⁰ C. Bertaut, A. Tabova, V. Wong, *The replacement of safe assets: evidence from the U.S. bond portfolio*, FRB International Finance Discussion Paper 2015/1123, s. 4–5.

oraz w mniejszym stopniu inne gospodarki wysoko rozwinięte stanowił silny bodziec do wykreowania przez amerykański system finansowy „bezpiecznych” aktywów prywatnych w formie instrumentów ABS/MBS, którym nadawano rating AAA. Wskazuje się, że przed kryzysem średnio 86,3% kontraktów ABS/MBS otrzymywało najwyższe oceny wiarygodności kredytowej²¹. Wraz z nadejściem załamania w gospodarce światowej aktywa te utraciły postrzegany status *safe assets*, wartość ich emisji gwałtownie spadła (por. wykres 1, prawa część); na rynkach obserwowano zjawisko *flight-to-safety* w kierunku instrumentów skarbowych.

Na brak potencjalnej substytucyjności między aktywami z emisji publicznych i prywatnych wskazują również wyniki badań empirycznych. Przykładowo, M. Kacperczyk i in.²² konkludują, że emisja aktywów prywatnych cechuje się wysoką procyklicznością, co powoduje, że przestają one pełnić rolę *safe assets* w warunkach niestabilności finansowej. Jak podkreślają autorzy, wniosek ten odnosi się także do aktywów prywatnych o najkrótszych terminach zapadalności.

WYKRES 1: Amerykańskie papiery skarbowe w posiadaniu zagranicznych inwestorów (lewa część) oraz wartość emisji papierów ABS w Stanach Zjednoczonych (prawa część)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SIFMA; stan na 9.01.2021 r.

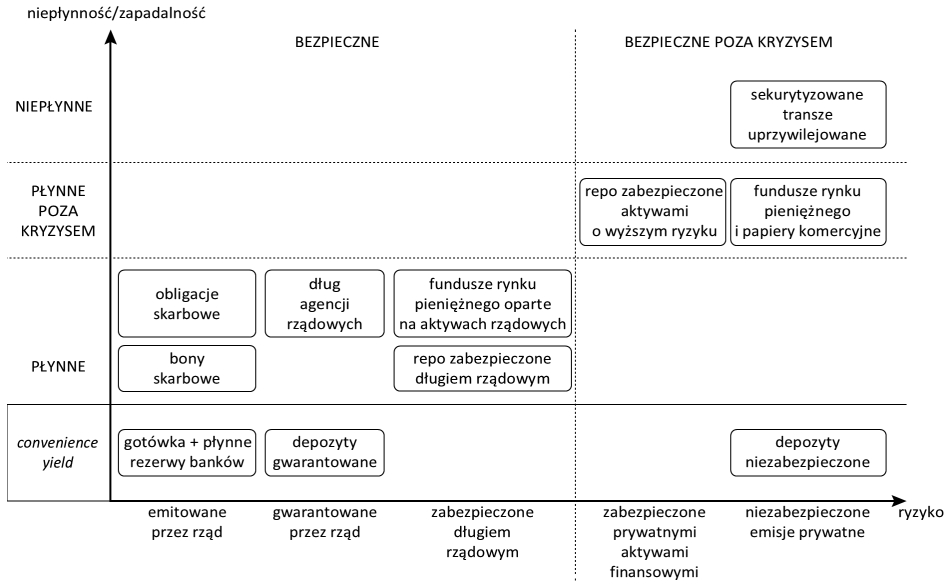
Inaczej rzecz ujmując, zdolność aktywów prywatnych do pełnienia roli *safe assets* zmienia się wraz z cyklem kredytowym. W fazie boomu wiele kontraktów publicznych i prywatnych uważanych jest za bezpieczne, przez co skłonność inwestorów do postrzegania ich w kategorii bliskich substytutów zwiększa się. Kryzysy finansowe wybuchają często po gwałtownym wzroście podaży prywatnych „bezpiecznych” aktywów. W okresie załamania gospodarczego

²¹ G. Gorton, *The history...*, s. 17.

²² M. Kacperczyk, C. Perignon, G. Vuilleme, *The private production of safe assets*, CEPR Discussion Papers 2017.

aktywa prywatne – w porównaniu do publicznych – są bardziej narażone na spadki cen²³. Dlatego też, uznawane są co najwyżej za *quasi safe*, tj. pozbawione ryzyka kredytowego poza poważnymi kryzysami. Graficzną ilustrację omawianej prawidłowości, uwzględniającą dodatkowo ryzyko płynności stanowi schemat 1.

SCHEMAT 1: *Klasyfikacja safe assets z punktu widzenia płynności i ryzyka*



Źródło: opracowanie własne na podstawie P. Golec, E. Perotti, *Safe assets: a review*, ECB Working Paper Series 2017/2035²⁴.

Uznając przewagę aktywów publicznych czy też zawężając: długu publicznego nad prywatnym, powstaje pytanie o jej źródła. W literaturze wskazuje się na²⁵:

1. Zdolność rządu do opodatkowania (*power to taxation*), a także sięgania po środki nadzwyczajne, takie jak np. jednorazowy podatek od depozytów. Atrybut ten jest jednak ograniczany uwarunkowaniami gospodarczymi, prawnymi, jak i możliwymi konsekwencjami w obszarze wiarygodności.

²³ Por. P. Golec, E. Perotti, *Safe assets...*

²⁴ Autorki dziękują Pani Monice Poradeckiej za pomoc przy graficznym opracowaniu schematu.

²⁵ Por. A. Gelpern, E. Gerding, *Inside safe...*, s. 8–12; A. van Riet, *Addressing the safety...*, s. 8–12, 14–15.

Jak pokazały chociażby doświadczenia kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, obligacje skarbowe krajów o niestabilnej kondycji sektora finansów publicznych utraciły postrzegane bezpieczeństwo, zaś próba wprowadzenia jednorazowego podatku od oszczędności na Cyprze w 2013 r. skutkowałą runem na tamtejsze banki i wprowadzeniem kontroli w przepływie kapitału.

2. Zdolność rządu do zaciągania pożyczek bilateralnych lub u międzynarodowych kredytodawców takich jak np. MFW.
3. Funkcja pożyczkodawcy ostatniej instancji realizowana przez krajowy bank centralny zarówno na rzecz sektora bankowego, jak i rządowego. Można argumentować, że sama deklaracja banku centralnego co do możliwości prowadzenia (nieograniczonych) interwencji na rynku obligacji skarbowych działa stabilizująco.
4. Kompetencje prawodawcze i regulacyjne. Po pierwsze, państwo może wykorzystać te kompetencje do poprawy bezpieczeństwa emitowanych przez siebie instrumentów dłużnych. Jak już wspomniano, warunkiem koniecznym jest ochrona praw własności uniemożliwiająca konfiskatę aktywów. Innym przykładem są konstytucyjne reguły fiskalne, wprowadzające ilościowe ograniczenia dla deficytu budżetowego, wydatków rządowych czy też długu publicznego, które mają ograniczać rozrzutność fiskalną (*fiscal profligacy*). Dodatkowo emisja obligacji może zostać przeprowadzona w oparciu o inny niż krajowy system prawny, by wykluczyć zmiany warunków umownych *ex post*. Po drugie, państwo może wzmocnić postrzegane bezpieczeństwo aktywów, co A. Gelpern i E. Gerding określają mianem „etykietowania” (*labelling*)²⁶. Przykładem są tutaj reguły ostrożnościowe dotyczące stosowanych przez banki wag ryzyka dla ekspozycji rządowych na potrzeby obliczania adekwatności kapitałowej. Niskie wagi ryzyka dla obligacji skarbowych stanowią swojego rodzaju zwyczajową praktykę, co może „usypiać” dyscyplinę rynkową, jako że zmniejsza skłonność inwestorów do bieżącego monitorowania fundamentów makroekonomicznych danej gospodarki. Po trzecie, co może mieć szczególne znaczenie dla krajów o ustroju federalnym, prawo może ustanowić gwarancje rządu centralnego dla długu zaciąganego przez władze regionalne, lokalne i agencje władz publicznych. Tym samym bezpieczeństwo utożsamiane z obligacjami federalnymi „rozciąga się” na większą część sektora publicznego.
5. Możliwości w zakresie wywierania presji na system finansowy. Jedną z jej form jest *moral suasion*, czyli wywieranie wpływu przez rząd na instytucje

²⁶ A. Gelpern, E. Gerding, *Inside safe...*

sektora finansowego, by te podjęły pewne oczekiwane działania. Dla przykładu, wskazuje się, że w okresie największych napięć związanych z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro motyw *moral suasion* stał za nadmiernym angażowaniem się banków z krajów najbardziej dotkniętych kryzysem w zakupy krajowych obligacji skarbowych²⁷.

- Większa elastyczność w oferowaniu instrumentów o różnych terminach zapadalności.

Biorąc powyższe argumenty pod uwagę, wskazuje się, że rolę aktywów bezpiecznych mogą pełnić skarbowe papiery wartościowe emitowane przez kraj, którego kondycja finansów publicznych jest stabilna, a bank centralny jest gotów pełnić rolę pożyczkodawcy ostatniej instancji dla rządów w warunkach samospełniającego się kryzysu (*self-fulfilling crisis*). Co więcej, władze monetarne takiego kraju powinny cechować się wiarygodnością w utrzymywaniu wartości pieniądza (niska inflacja oraz stabilny kurs walutowy), a prawo gwarantować ochronę praw własności²⁸.

4. Dług publiczny a potencjał kreacji *safe assets*

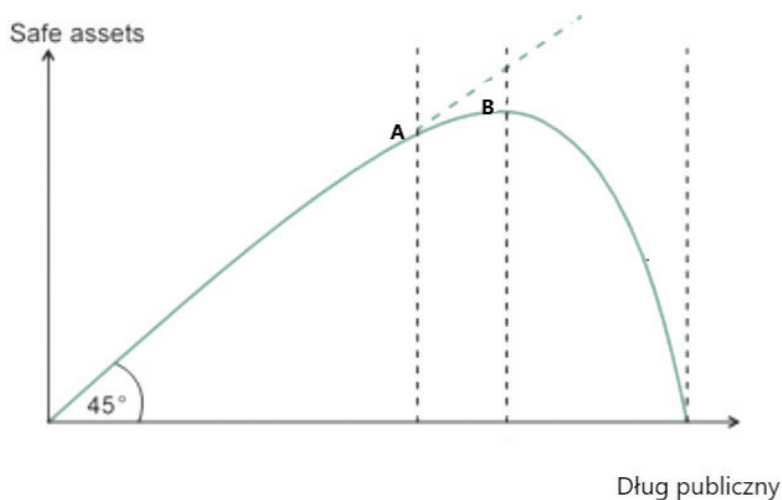
W rozważaniach na temat kreacji publicznych aktywów bezpiecznych powstaje pytanie o potencjał poszczególnych krajów do emisji *safe assets*, w tym jego endogeniczne i egzogeniczne determinanty. Ciekawą teoretyczną koncepcję obrazującą potencjał krajów do emisji *safe assets* zaproponował L. Schuknecht²⁹, tworząc krzywą Laffera dla tej kategorii aktywów (por. wykres 2). Autor argumentuje, że istnieje maksymalny poziom zadłużenia kraju, przy którym emitowany dług pełni rolę *safe asset*. Zmiany w prowadzonej polityce fiskalnej powodują „poruszanie się” kraju po krzywej – zwiększanie długu powoduje ruch w prawą stronę. Wzrost zadłużenia jest korzystny tylko do pewnego punktu, w którym krzywa osiąga maksimum (punkt B); dalsze zwiększanie zadłużenia powoduje obniżenie ratingu kredytowego i utratę statusu emitenta aktywów bezpiecznych.

²⁷ Por. G. Navaretti, G. Calzolari, A. Pozzolo, *Diabolic loop or incomplete union? Sovereign and Banking Risk*, European Economy 2016, s. 1.

²⁸ G. Claeys, *Are SBBS really the safe asset the euro area is looking for?*, <https://www.bruegel.org/2018/05/are-sbbs-really-the-safe-asset-the-euro-area-is-looking-for/>, 2018.

²⁹ L. Schuknecht, *The Supply of Safe Assets and Fiscal Policy*, Intereconomics: Review of European Economic Policy, Springer; ZBW – Leibniz Information Centre for Economics; Centre for European Policy Studies (CEPS), March 2018/53 (2), s. 94–100.

WYKRES 2: Krzywa Laffera dla aktywów bezpiecznych



Źródło: L. Schuknecht, *The Supply of Safe Assets and Fiscal Policy*, *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, Springer.

Na podstawie krzywej Laffera dla *safe assets* można stwierdzić, że od początku układu współrzędnych do punktu A aktywa publiczne emitowane przez dany kraj są „naprawdę bezpieczne”. Pomędzy punktami A i B nachylenie krzywej pozostaje dodatnie, choć jest ono niższe niż przy mniejszych poziomach zadłużenia. Dług uznawany jest jednak za nadal bezpieczny. Po przekroczeniu punktu B korzyści wynikające ze zwiększenia zadłużenia nie przekraczają strat wynikających z utraty statusu emitenta *safe assets*.

Zdolność do zwiększania podaży publicznych aktywów bezpiecznych limitowana jest „pojemnością fiskalną” (*fiscal capacity*)³⁰ kraju emitenta waluty rezerwowej, co rzutuje na wiarygodność systemu (nowa wersja tzw. dylematu

³⁰ Rozumianą jako możliwość zadłużania się przez państwo bez wywoływania (lub zwiększania) obaw u inwestorów o jego wypłacalność. Por. A. Rzońca, *Kryzys banków centralnych. Skutki stopy procentowej bliskiej zera*, Wydawnictwo C.H. Beck Warszawa 2014, s. 362.

Triffina³¹) i może generować „skoordynowany run na dług publiczny”³². Przykład Szwajcarii pokazuje z kolei, że dostawca aktywów bezpiecznych poddany jest napięciom w realizacji polityki pieniężnej w warunkach niestabilności finansowej³³, kiedy kurczy się podaż aktywów z innych źródeł (prywatnych oraz ze strony globalnego dostawcy – USA).

Na niektóre czynniki określające percepcję aktywów jako bezpiecznych można wpłynąć prowadzoną polityką gospodarczą (skala długu publicznego, ryzyko polityczne), na co zwracają uwagę w badaniach empirycznych M. Habib i in.³⁴ Tworzy to dobre perspektywy dla nowych źródeł kreacji publicznych aktywów bezpiecznych, np. ze strony krajów *emerging markets*.

Spostrzeżenia te prowadzą do wniosku, że kluczowym wyzwaniem z punktu widzenia stabilności msw jest zapewnienie odpowiedniej podaży globalnych publicznych aktywów bezpiecznych. W literaturze coraz częściej wskazuje się, że pulę tych aktywów będą uzupełniać emisje ze źródeł publicznych krajów zaliczanych dotychczas do rynków wschodzących³⁵. W szczególności podkreśla się potencjał Chin.

Na wykresie 3 przedstawiono relację długu publicznego Chin do PKB (poziom z roku 2001 i 2019) na tle krajów emitujących waluty rezerwowe (lub stanowiących część obszaru jej emisji). W świetle koncepcji krzywej Laffera dla *safe assets* znaczące przyrosty długu, w tym w krajach-emitentach walut rezerwowych, mogą wskazywać na ograniczony potencjał do zwiększenia podaży aktywów bezpiecznych przez gospodarkę tradycyjnie postrzegane jako ich

³¹ Nowa wersja sformułowanego w latach 60. XX w. tzw. Paradoксу Triffina, zwana też jego fiskalną wersją, podkreśla, że wzrastające deficyty budżetowe mogą osłabić zaufanie rynków odnośnie do obsługiwalności poziomu zadłużenia publicznego kraju emitującego walutę rezerwową. Inaczej ujmując, dylemat sprowadza się do możliwości zaspokajania światowego popytu na aktywa bezpieczne przy utrzymaniu wypłacalności emitenta takich aktywów. Paradoks ten odnosi się do globalnego dostawcy aktywów bezpiecznych, stanowiącego centrum międzynarodowego systemu walutowego (USA).

³² E. Farhi, M. Maggiori, *A model of the international monetary system*, NBER Working Paper 2016/22295.

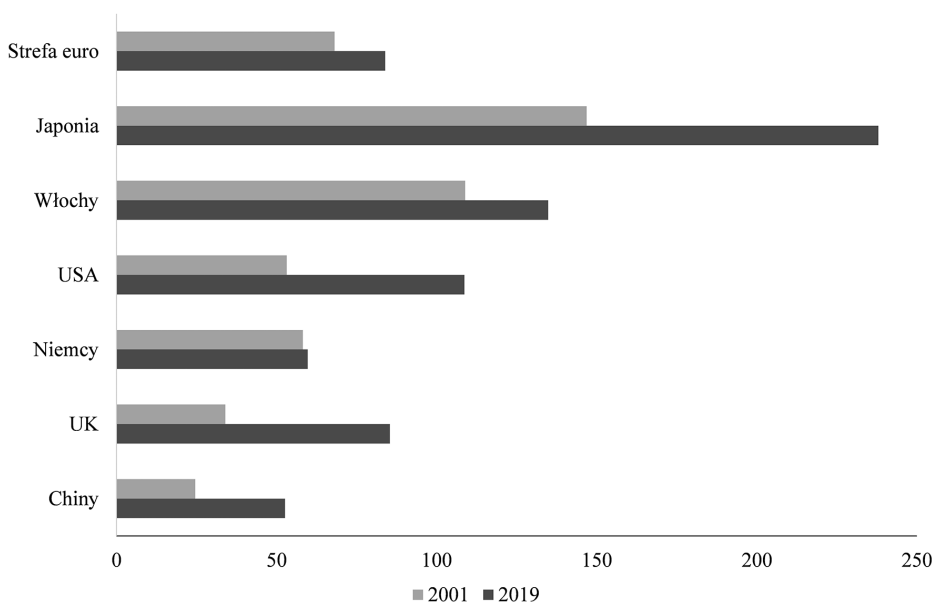
³³ Szwajcaria doświadczyła wzmoczonego napływu kapitału generującego presję na aprecjację CHF, co skutkowało koniecznością stabilizowania kursu ze strony banku centralnego i w efekcie doprowadziło do kosztownego wzrostu rezerw walutowych. Szacuje się, że w latach 2009–2011 rezerwy wzrosły o 234% – J. Bogolebska, *Poziom, motywy utrzymywania oraz funkcje rezerw walutowych krajów rozwiniętych. Analiza ze szczególnym uwzględnieniem Europejskiego Systemu Banków Centralnych*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 2015/5 (316), s. 61.

³⁴ Por. M. Habib, L. Stracca, F. Venditti, *The fundamentals...*, s. 25.

³⁵ Por. m.in.: L. Schuknecht, *The supply...*, s. 99.

dostawcy. Równocześnie dane wyraźnie pokazują, iż poziom zadłużenia w Chinach pozostaje relatywnie niski. W ocenie OECD³⁶ wskaźnik długu publicznego w stosunku do PKB jest niski i obsługiwalny³⁷. Pozwala to wnioskować, iż Chiny mogą odgrywać rolę emitenta *safe assets* w przyszłości, gdyż istnieje zarówno przestrzeń fiskalna, jak i przesłanki gospodarcze do zwiększania zadłużenia poprzez emisję rządowych instrumentów dłużnych.

WYKRES 3: Dług publiczny Chin w porównaniu do gospodarek z obszarów emisji walut rezerwowych w 2001 i 2019 (% PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego oraz Eurostatu.

Poszukując sposobów zwiększania podaży aktywów bezpiecznych, należy podkreślić znaczenie rozwiązań nie tylko od strony podmiotowej (nowe kraje emitujące, np. Chiny), ale także przedmiotowej (nowe produkty). Możliwości zwiększania bazy tych aktywów z zaangażowaniem publicznym mogą stanowić gwarancje rządowe hipotek, kredytów eksportowych, pożyczek rozwojowych.

³⁶ OECD, *Economic Surveys: China*, April 2019, s. 36.

³⁷ Wśród czynników stymulujących wzrost wydatków i deficytu wymieniane są: starzenie się społeczeństwa i związana z tym ochronę socjalną – koszty systemu zabezpieczeń społecznych i ochrony zdrowia. Por. OECD, s. 36.

Zarówno rząd centralny USA, jak i inne rządy o uznanej wiarygodności mogą udzielać takiego wsparcia³⁸. Alternatywnie wskazuje się możliwości wykorzystania inżynierii finansowej, np. w postaci systemu *poolingu* ryzyka (*pooling of risk*) między *quasi*-bezpiecznymi podmiotami publicznymi (agencje rządowe), dzięki czemu można zwiększyć udział bezpiecznego długu w ramach istniejących aktywów publicznych, tym samym zwiększając podaż aktywów bezpiecznych³⁹.

5. Zakończenie

Rolę aktywów bezpiecznych, ze względu na ich specyficzne właściwości i atrybuty, w najlepszym stopniu spełnia dług, w tym dług sektora publicznego. Wyrażane w ostatniej dekadzie obawy o strukturalny, długookresowy niedobór aktywów bezpiecznych w gospodarce globalnej⁴⁰ wynikają z nakładających się procesów:

- 1) spadku ich podaży – na skutek:
 - zmniejszenia puli tego typu aktywów ze strony sektora publicznego (krajów peryferyjnych Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW)),
 - cykliczności podaży ze strony sektora prywatnego,
 - ograniczonej możliwości kreacji długu publicznego ze strony krajów rozwiniętych będących emitentami walut rezerwowych (występowanie krzywej Laffera dla *safe assets*, występowanie współczesnej odmiany dylematu Triffina);
- 2) wzrostu popytu – na skutek:
 - polityki akumulacji rezerw walutowych, głównie ze strony krajów *emerging market*,
 - nadwyżkowych oszczędności w gospodarce globalnej,
 - reform regulacyjnych w sektorze bankowym, ukierunkowanych na zwiększenie stabilności sektora.

Rozpatrując powyższe uwarunkowania od strony podażowej, widać, że wyłania się kluczowy problem, mianowicie: jak zapewniać globalną podaż *safe assets*, zachowując balans między akumulowaniem długu publicznego ze strony

³⁸ M. Bordo, R. McCauley, *A global shortage of safe assets: a new Triffin Dilemma?* International Atlantic Economic Society 2017, s. 449.

³⁹ R. Caballero, R. Farhi, P.-O. Gourinchas, *The safe assets...*, s. 39.

⁴⁰ Pogląd taki wyrażał m.in. IMF (2012). Wzrostu globalnej ekspansji fiskalnej, w tym ze strony krajów emitujących waluty rezerwowe, w następstwie kryzysu pandemicznego należy postrzegać jako czynnik łagodzący niedobór aktywów bezpiecznych (por. m.in. Financial Times, *The safe asset shortage after Covid-19*, 28 June 2020).

emitenta waluty międzynarodowej a dyscypliną fiskalną? Inaczej mówiąc, jakie są determinanty i granice bezpiecznego długu publicznego emitowanego przez dostawcę waluty rezerwowej? Literatura przedmiotu nie daje jednoznacznej odpowiedzi na to pytanie, wskazując jedynie pewne czynniki, ale nie dokonując przy tym ich hierarchizacji. Czynniki te można podzielić na:

- ekonomiczno-finansowe: poziom rozwoju gospodarczego, stabilna sytuacja makroekonomiczna, kondycja finansów publicznych (*fiscal capacity*), wielkość gospodarki oraz rozmiar i głębokość rynku finansowego, zakres pełnienia funkcji waluty międzynarodowej (w szczególności funkcji rezerwowej) w kraju emitującym publiczne *safe assets*;
- pozaekonomiczne: uwarunkowania prawno-instytucjonalne, ochrona praw własności, stabilna sytuacja polityczna, rola instytucji tworzących sieć bezpieczeństwa finansowego (w tym rola banku centralnego w funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji), wiarygodność i niezależność władzy monetarnej, inercja w międzynarodowym systemie walutowym.

Uwzględniając powyższy szeroki zbiór czynników wobec problemu wysokiego poziomu długu publicznego w przypadku kluczowego globalnego dostawcy aktywów bezpiecznych (USA), wydaje się nieuniknionym poszukiwanie możliwości wzrostu podaży publicznych aktywów bezpiecznych ze strony innych dostawców. W szczególności funkcje te najlepiej mogą wypełnić UGiW (przy kluczowym udziale Niemiec w kreacji tego typu aktywów) oraz Chiny. UGiW jako unia walutowa krajów rozwiniętych wypełnia w większości wymienione czynniki ekonomiczne i pozaekonomiczne. W jej przypadku zasadniczy problem sprowadza się do konsensusu politycznego – wypracowania rozwiązania łączącego akceptowalność polityczną i efektywność ekonomiczną mechanizmu kreacji „uwspółnotowanego” długu publicznego. W przypadku Chin stopień wypełniania czynników ekonomicznych i politycznych jest zdecydowanie niższy, jednak wielkość i potencjał gospodarki, istniejąca przestrzeń fiskalna i przesłanki dla ekspansji fiskalnej oraz zaawansowane procesy umiędzynarodawiania waluty stanowią dobry prognostyk na przyszłość.

Bibliografia

Opracowania

Afonso A., *Understanding the determinants of sovereign debt ratings: Evidence for the two leading agencies*, *Journal of Economics and Finance* 2003/27 (1), s. 56–74, <https://doi.org/https://doi.org/10.1007/bf02751590>

Bertaut C., Tabova A., Wong V., *The Replacement of Safe Assets: Evidence from the U.S. Bond Portfolio*, FRB International Finance Discussion Paper 2015/1123, s. 4–5.

- Blanchard O., Summers L.**, *Rethinking stabilization policy: Evolution or revolution?* 2017, (NBER), <https://www.nber.org/papers/w24179.pdf>
- Bogolebska J.**, *Poziom, motywy utrzymywania oraz funkcje rezerw walutowych krajów rozwiniętych. Analiza ze szczególnym uwzględnieniem Europejskiego Systemu Banków Centralnych*, Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica 2015/5 (316), s. 61.
- Bogolebska J., Feder-Sempach E., Stawasz-Grabowska E.**, *Główne determinanty podaży publicznych aktywów bezpiecznych. Analiza na podstawie krajów emitentów walut rezerwowych w okresie 1989–2018*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2020/64 (5).
- Bordo M., McCauley R.**, *A global shortage of safe assets: a new Triffin Dilemma?*, International Atlantic Economic Society 2017, s. 449.
- Brunnermeier M., Haddad V.**, *Safe Assets*, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/aboutthefed/pdf/FAR_Oct2014.pdf, 2014.
- Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O.**, *The safe assets shortage conundrum*, Journal of Economic Perspectives 2017/31/3, s. 29.
- Cantor R., Packer F.**, *Determinants and impact of sovereign credit ratings*, Economic Policy Review 1996/2/2.
- Claeys G.**, *Are SBBS really the safe asset the euro area is looking for?*, <https://www.bruegel.org/2018/05/are-sbbs-really-the-safe-asset-the-euro-area-is-looking-for/>, 2018.
- Farhi E., Maggiori M.**, *A model of the international monetary system*, NBER Working Paper 2016/22295.
- Financial Times, *The safe-asset shortage after Covid-19*, <https://www.ft.com/content/b98078c0-6acc-43e6-929b-13883c211288>, 28 June 2020.
- Gelpern A., Gerding E.**, *Inside safe assets*, Georgetown University Law Center, www.scholarship.law.georgetown.edu/facpub/1831, 2016, s. 8–12.
- Golec P., Perotti E.**, *Safe assets: a review*, Working Paper Series 2035, European Central Bank 2017, s. 18.
- Gorton G.**, *The history and economics of safe assets*, NBER Working Paper 2016/22210.
- Gourinchas P., Jeanne O.**, *Global safe assets*, BIS Working Papers 2012/399, s. 5–6.
- Habib M., Stracca L., Venditti F.**, *The fundamentals of safe assets*, ECB Working Paper Series 2020/2355.
- Holmstrom B.**, *Understanding the role of debt in the financial system*, BIS Working Paper 2015/479.
- International Monetary Fund, *Safe Assets: Financial System Cornerstone?*, Global Financial Stability Report 2012, s. 84–89.
- Kacperczyk M., Perignon C., Vuillemeys G.**, *The private production of safe assets*, CEPR Discussion Papers 2017.
- Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A.**, *The Aggregate Demand for Treasury Debt*, Journal of Political Economy 2012/120/2.
- Landau J.P.**, *Capital flows, debt and the growth: dilemmas and tradeoffs in the global agenda*, column on VoxEU.org, 24, 2016.
- OECD *Economic Surveys, China*, www.oecd.org/eco/surveys/economic-survey-china.htm, April 2019.
- Navaretti G., Calzolari G., Pozzolo A.**, *Diabolic Loop or Incomplete Union? Sovereign and Banking Risk*, European Economy 2016/1.
- Reusens P., Croux C.**, *Sovereign credit rating determinants: A comparison before and after the European debt crisis*, Journal of Banking & Finance 2017/77, s. 108–121.

Schuknecht L., *The Supply of Safe Assets and Fiscal Policy*, Intereconomics: Review of European Economic Policy, Springer; ZBW – Leibniz Information Centre for Economics; Centre for European Policy Studies (CEPS), March 2018/53 (2), s. 94–100.

Van Riet A., *Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the eurozone*, ESRB Working Paper Series, 2017/35, s. 13–15, 31–33.

Strony internetowe

Eurostat, www.ata.europa.eu

SIFMA, <https://www.sifma.org/>

World Bank, www.worldbank.org

Joanna BOGOŁĘBSKA, Ewa FEDER-SEMPACH, Ewa STAWASZ-GRABOWSKA

KEY DRIVERS AND CHALLENGES OF SAFE ASSETS CREATION – THE SPECIAL ROLE OF PUBLIC DEBT

Abstract

Background: *Safe assets* are defined in a number of ways, emphasizing different attributes and functions. Most commonly, a safe asset is defined as a simple debt instrument that is expected to preserve its value during adverse systemic events (especially in periods of financial turmoil). Due to its characteristics, public debt is recognized as best fulfilling the role of a safe asset. However, as a consequence of both demand and supply-driven factors, the problem of safe asset scarcity in the global economy emerges. The possibility of increasing the supply of *safe assets* is limited by the fiscal capacity of main global suppliers, namely the USA.

Research purpose: The question then arises how to provide the global economy with the required amount of *safe assets* while maintaining the sustainability of public debt of their issuers and the required level of safety. These considerations are the main focus of the article.

Methods: Theoretical analyses of *safe assets* were conducted. We review the recent economic literature on safe assets paying particular attention to public debt as the key determinant of their creation. We discuss attributes of safe assets and show that only public issuers (as opposed to private ones) can provide real safety. By conducting descriptive analysis of key macroeconomic/fiscal indicators, we show that the capacity of reserve currency issuers, including the United States, to provide safe assets is not limitless.

Conclusions: The results of the research lead to the following conclusions. First, the public sector plays a dominant role in creating *safe assets* due to their specific functions and attributes. For this reason, the main suppliers of *safe assets* are countries that issue reserve currencies, the USA in particular, due to its monopolistic position in the international monetary system. Second, the potential of these countries to issue safe assets is limited. This is evidenced by both theoretical considerations (Laffer curve for *safe assets*, Triffin's dilemma) and their rising levels of public debt. Third, to maintain global financial stability, it is necessary to replenish the pool of *safe assets*. China and the euro area could potentially play an important role in this process.

Keywords: *safe assets*, public debt, supply of safe assets, safe asset shortage, safe assets' Laffer curve.