

# Obligacje skarbowe od czasu bitwy pod Waterloo

Autor: **Brian C. Albrecht**

Źródło: [aier.org](http://aier.org)

Tłumaczenie: **Przemysław Rapka**

Kiedy w wiadomościach porusza się temat obligacji skarbowych, to zazwyczaj nie są to dobre wieści. Szansa że nagłówek artykułu w New York Times czy Wall Street Journal będzie brzmiał: „Rynek obligacji skarbowych Wenezueli pozostaje w dobrej kondycji”, jest naprawdę niewielka.

Pierwsza światowa bańka i załamanie rynku obligacji skarbowych, która obejmowała także greckie międzynarodowe obligacje (cóż za niespodzianka!), skończyła się paniką z 1825 roku. Po 1826 roku Grecja odmówiła obsługi papierów dłużnych wyemitowanych przez walczące o niepodległość oddziały ochotnicze. Generalnie historia obligacji skarbowych wydaje się być historią bankructw, odmów spłaty i niepełnego wywiązywania się ze zobowiązań dłużnych. W takim razie dlaczego inwestorzy wciąż nabywają obligacje skarbowe?

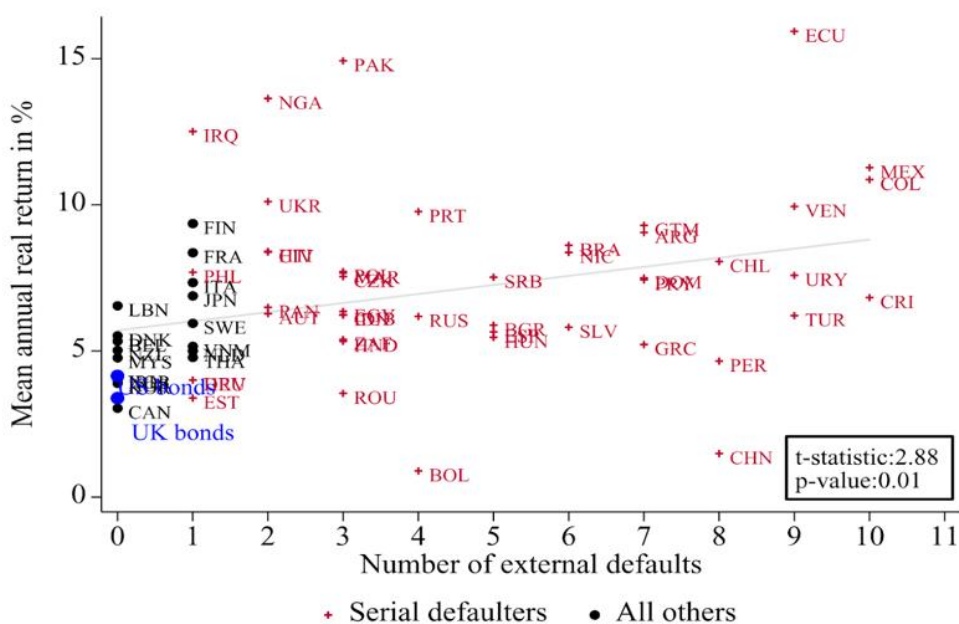
Niedawno [opublikowana na stronie NBER praca](#) Josefin Meyer, Carmen M. Reinhart i Christoph Trebesch zagłębia się w temat bardziej szczegółowo. Badacze zebrali dane dotyczące światowego rynku obligacji skarbowych od jego skromnego początku, kiedy to nowo powstałe republiki w Ameryce Łacińskiej szukały finansowania w Londynie po Wojnie na Półwyspie Iberyjskim (1808-1814).

Głównym wkładem artykułu w ekonomię jest wyliczenie stopy zwrotu z obligacji skarbowych na całym świecie na przestrzeni 200 lat. Przede wszystkim wyliczono zwrot z posiadanych przez sektor prywatny zagranicznych obligacji, na przykład gdy niemiecka firma posiada greckie obligacje skarbowe. W oparciu o dane badacze pokazują, że nietrudno wyjaśnić zachowanie inwestorów; stopy zwrotu z obligacji skarbowych kompensują ryzyko.

Przeciętna realna stopa zwrotu z portfela składającego się z zagranicznych obligacji skarbowych wynosiła 6,8%, czyli około cztery punkty procentowe więcej

za ten sam okres, niż wykorzystywane jako benchmark i uważane za „wolne od ryzyka obligacje” Stanów Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii. Za wyższe stopy zwrotu odpowiadają wyższe płatności [kuponowe](#). Co więcej, zależność stopy zwrotu od ryzyka jest podobna jak w przypadku innych aktywów, takich jak instrumenty udziałowe w tym samym przedziale czasowym. Zgodnie z oczekiwaniami, obligacje krajów o wyższym prawdopodobieństwie niewypłacalności zapewniają wyższą stopę zwrotu. Autorzy przedstawiają to na wykresie pokazującym liczbę bankructw i oczekiwaną stopę zwrotu krajów, wyróżniając jednocześnie „kilkukrotnych bankrutów”, czyli kraje, które nie były w stanie spłacić swojego długu zagranicznego przynajmniej dwa razy od 1815 roku i które miały problem z wypłacalnością przez dłuższy okres czasu.

Figure 8: The role of credit history: returns and default frequency, by country, 1815-2016



Chociaż obliczanie stopy zwrotu z obligacji dla 2018 roku jest łatwe, to dla okresu ostatnich 200 lat już takie nie jest. Po pierwsze, potrzeba zebrać dane o cenach. Autorzy zebrali dane miesięczne cen obligacji denominowanych w 1400 walutach emitowanych i obracanych w Londynie i Nowym Jorku, gromadząc w sumie 219 968 obserwacji dotyczących 91 krajów. Ten krok jest dosyć oczywisty.

To jednak nie wystarczy, ponieważ niewypłacalność i restrukturyzacja długu są istotnymi problemami dla tej klasy aktywów. Co gorsza, w przeciwieństwie do restrukturyzacji długu korporacyjnego według prawa upadłościowego Stanów Zjednoczonych, bankructwo wpływa na spłatę zadłużenia zagranicznego w sposób unikalny dla każdego przypadku, gdyż nie ma ustalonych konkretnych zasad co do tego, kto, co i ile otrzyma. Dotyczy to także

wszystkich obligacji zagrożonych konkretnym przypadkiem bankructwa. Aby wyliczyć te stopy zwrotu, potrzebne są dane dotyczące niespłacenia konkretnych obligacji; autorzy starannie zgromadzili dane dotyczące niespłaconych rat, renegocjacji i odpisów wartości nominalnych z 313 kryzysów zadłużenia w 91 krajach od 1815 roku.

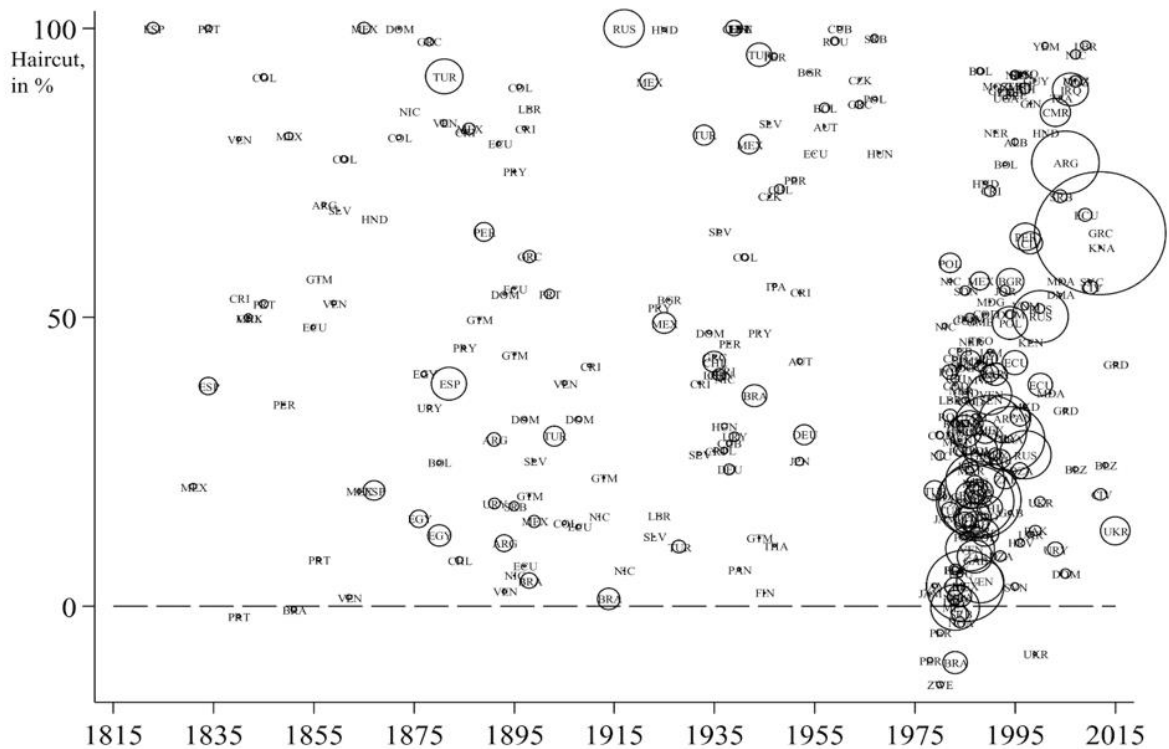
Ponieważ to kupony w większości odpowiadają za całkowity zwrot z inwestycji w obligację, autorzy musieli wyliczyć płatności kuponów. Jest to szczególnie trudne dla okresów, gdy emitenci mają problemy ze spłatą. Odkryli coś interesującego: nawet po zaprzestaniu spłacania rat kapitałowych (*principal*) od zaciągniętego długu zagranicznego, wciąż obsługiwano w całości lub części płatności kuponowe. Z tego powodu rośnie zwrot inwestora. Jednakże płatności kuponowe od tej samej obligacji mogą różnić się znacząco między sobą w trakcie okresu problemów. Pomimo tych problemów, szczegółowe dane zebrane przez autorów pozwalają im na wiarygodne wyliczenie miesięcznych stóp zwrotu dla każdej obligacji.

Oprócz wytłumaczenia, dlaczego inwestorzy są skłonni do ciągłego inwestowania w dług zagraniczny i zapewnienia imponujących danych dotyczących stóp zwrotu, artykuł w interesujący sposób opisuje realia tych rynków. Na przykład autorzy są w stanie przyjrzeć się bliżej wielkości niespłaconego długu (*haircut*)<sup>1</sup>. W ciągu ostatnich 200 lat odsetek niespłaconej wartości nominalnej długu wynosił średnio 44%. Rok dla konkretnej restrukturyzacji długu jest oznaczony na osi poziomej, a na osi pionowej oznaczony jest odsetek niespłaconego długu, będący średnią dla wszystkich uwzględnionych instrumentów przez autorów badania. Wielkości kół obrazują wielkość długu po uwzględnieniu inflacji, który podlegał restrukturyzacji (w ujęciu realnym wartości dolara z 2009 roku).

---

<sup>1</sup> [Haircut](#) w finansach najczęściej odnosi się do procentowej różnicy między wartością rynkową aktywa będącego zabezpieczeniem długu, a wartością, jaką temu aktywowi przypisano na potrzeby zabezpieczenia spłaty. Od czasu kryzysu z 2007 roku *haircut* często stosuje się jako określenie [procentu](#) wartości nominalnej długu, jaka nie zostanie spłacona i zdaje się, że właśnie to znaczenie ma na myśli autor (przyp. tłum).

Figure 2: Haircuts in sovereign debt restructurings with foreign private creditors since 1815



Warto zwrócić uwagę na kilka rzeczy. Po pierwsze, niespłatenie części wartości nominalnej długu jest powszechne w trakcie całego badanego okresu, za wyjątkiem okres od końca II wojny światowej do lat 70. Wynika to z ograniczonej wielkości zadłużania się zagranicą, przez co nie wystąpiła potrzeba restrukturyzowania długu posiadanej przez sektor niepubliczny. Po drugie, w latach 80. XX wieku nastąpił gwałtowny wzrost ilości restrukturyzacji długu, ale wzrosła też znacząco liczba krajów.

Zgromadzony przez nich zbiór danych miesięcznych jest 200-letnią wersją powszechnie wykorzystywanego [Emerging Market Bond Index \(EMBI\)](#) banku [JP Morgan](#), który można analizować na poziomie globalnym, krajów, a nawet poszczególnych obligacji. Tworzenie tak dużych zbiorów danych jest istotnym wkładem w badania kwestii związanych z długiem zagranicznym.