

ROZDZIAŁ I.

PROBLEM ZADŁUŻENIA W FORMIE OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W STREFIE EURO PO KRYZYSIE

WSTĘP

Celem artykułu jest próba oceny zmian wielkości długu korporacyjnego emitowanego w formie obligacji denominowanych w walucie euro. Problem ten zyskał nowy wymiar w warunkach szeroko zakrojonej koordynacji działań różnych organów na rzecz złagodzenia skutków kryzysu i ograniczenia powszechnego ryzyka jego pogłębienia. Jest to istotna kwestia dlatego, że jeszcze nigdy rynki kapitałowe nie były tak silnie skorelowane, co sprzyja szybkiemu przenoszeniu wpływów pozytywnych i negatywnych między strefami dominacji poszczególnych walut światowych. W uzasadnienie wyboru problematyki wpisuje się decyzja o przyjęciu wspólnej waluty, która stała się czynnikiem włączającym krajowe gospodarki w procesy globalizacji, silnie stymulujące rozwój różnych rynków. Szczególne znaczenie miało zwiększenie rozmiarów rynków finansowych, co sugerowano w analizach z lat 90 dotyczących integracji monetarnej [Kool 1999, s.1]. Mimo że miało to wiele negatywnych skutków sprzyjających kryzysowi z 2008 roku, powstała w ten sposób ważna siła napędowa gospodarki światowej o charakterystyce synergicznej. Efektem tego stała się konwergencja struktur sfery finansowej wśród członków strefy euro, innych państw Unii Europejskiej, a nawet krajów spoza niej. Dodatkowo zgłaszanie przez krajowe i międzynarodowe przedsiębiorstwa potrzeb na te same instrumenty wzmocniło proces zwiększania podobieństw struktur rynków finansowych. Dlatego też szeroko rozumiany problem zadłużenia staje się coraz bardziej trwałym elementem gospodarek Europy. Kwestia ta stała się szczególnie wyraźna po kryzysie z 2008 roku, gdyż wtedy dopiero dostrzeżono jak trudno będzie zabezpieczyć się przed ryzykiem utraty kontroli nad rosnącymi długami (w różnych formach) ze szczególnym uwzględnieniem strefy euro. Głęboko zakamuflowanym tego problemem są zobowiązania korporacyjnych emitentów obligacji, gdyż teoretycznie przedstawiają się one jako znacznie mniej trudne do opanowania (z powodu znacznie większej ilości wierzycieli) niż w przypadku długu rządowego.

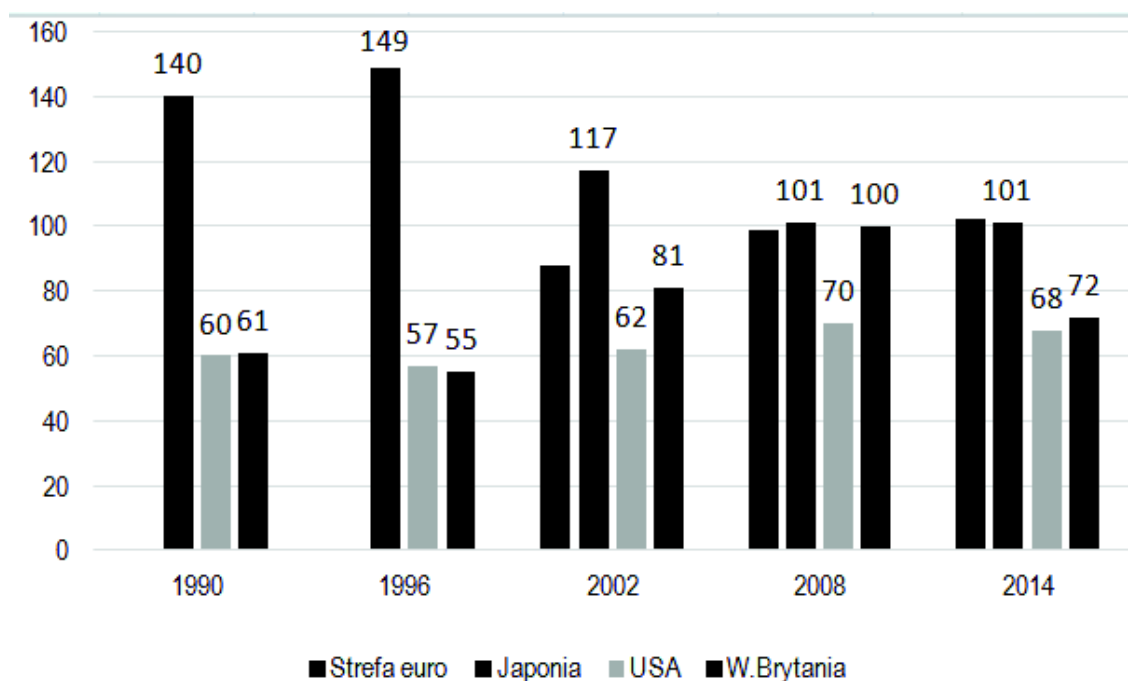
Analizy w niniejszym artykule są oparte o przegląd danych pochodzących z okresu przed kryzysem i po nim. Pomocniczo dokonano badań porównawczych między warunkami gospodarowania przed i po 2008 rokiem.

2.RYNEK OBLIGACJI KORPORACYJNYCH STREFY EURO

2.1.DŁUG KORPORACYJNY

Jednym z wymiarów integracji europejskiej miał być i ciągle jest obszar finansów. Dlatego też koncentrowano się na jego rozwijaniu, aby zbudować z krajowych rynków bardzo efektywny system zawierania transakcji między państwami członkowskimi ze szczególnym uwzględnieniem członków strefy euro. W realizacji tych zamierzeń istotnie pomógł tzw. Financial Services Action Plan (1999), który odnosił się do jednolitego rynku w całej UE [HM Treasury 2003, s. 6]. Istotnym elementem integracji finansowej stało się przy tym rozwijanie sprawnie funkcjonującego rynku długu dla podmiotów sektora prywatnego. Miało to na celu zapewnienie szeroko rozumianej płynności, sprzyjanie rozwojowi popytu i podaży instrumentów dłużnych, modyfikację struktur rynków finansowych na poziomie krajowym i międzynarodowym oraz stworzenie i wzmocnienie mechanizmów wspomagających bezpieczeństwo operacji finansowych w warunkach wielkich przepływów pieniężnych.

Wykres 1. Dług korporacyjny (1990-2014, % PKB).



Źródło: Obliczenia na podstawie danych: [Bank For International Settlements 2015]

Wykres 1 obrazuje wysoki udział długu korporacyjnego do PKB. Z jednej strony oznacza to, że bez szeroko skoordynowanych działań powtarzanych wielokrotnie trudno będzie ograniczyć wzrost zapotrzebowania na dług jako źródło dochodów i pozyskiwania środków na inwestycje. Z drugiej strony oznacza to, że powstał efektywny rynek, który zapewnia możliwość spełnienia potrzeb finansowych dowolnemu podmiotowi z Europy i spoza niej. Dlatego też wzrosła skala emisji obligacji na świecie. Jednak w Unii Europejskiej i innych wysoko rozwiniętych państwach rozmiary zadłużenia okazały się największe w historii często przekraczając wielkość 100% PKB przez sektor prywatny i publiczny.

Osiągnięcie tak wielkich rozmiarów zadłużenia nie doprowadziło do spadku atrakcyjności zadłużania się w euro, ponieważ mocno zmieniła się polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego (z konserwatywnej na znacznie bardziej aktywną). Stała się one silnym czynnikiem napędowym, zwiększającym stosowanie wspólnej waluty. Jednak wysoki poziom zadłużenia w sektorze prywatnym może z czasem ponownie zacząć hamować wzrost gospodarczy i utrudniać osiągnięcie stabilności finansowej. Może tak być nawet mimo, że akomodacyjna polityka monetarna w krajach rozwiniętych pomogła zmniejszyć wskaźniki zadłużenia sektora prywatnego poprzez wspieranie wzrostu gospodarczego (dla przykładu, sam sektor przemysłowy w Unii Europejskiej posiada portfel aktywów 4,4 bln euro, powiązanych z podmiotami wysokiego ryzyka) [Więcej w: Avadanei 2010].

Tabela 1.Dług korporacyjny w stosunku do PKB.

	2007	2014	2020
Strefa euro			
Austria	75,3	73,9	62,9
Francja	69,1	84,4	71,6
Niemcy	49,7	47,3	39,9
Grecja	55,9	63	49
Włochy	71,5	76,7	68,1
Łotwa	59,6	59,8	43,2
Litwa	48,1	35,5	25,5
Portugalia	98,2	108,5	92,5
Słowenia	71,8	69,4	58,4
Hiszpania	110,7	94,4	80,2
Japonia	100,2	103	94,1
Wielka Brytania	87,8	75,4	59,7
USA	69,8	67,5	52,3

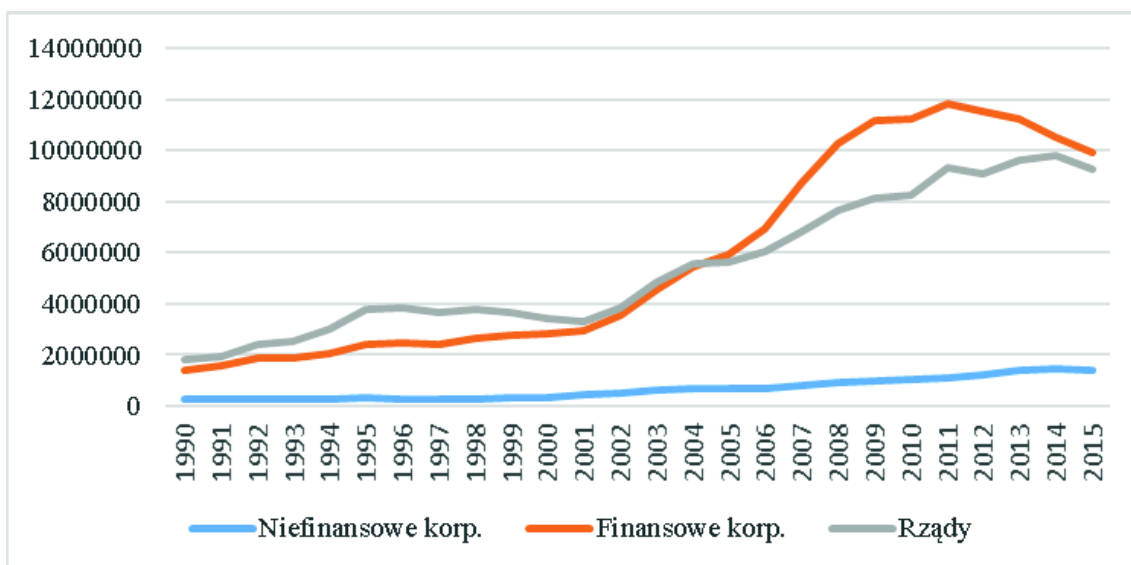
Źródło: [IMF April 2015, s.27].

Z tabeli 1 wynika, że w UE i innych rozwiniętych krajach poziom zadłużenia sektora prywatnego pozostaje wysoki i nie przewiduje się by do 2020 roku doszło do znacznego spadku tych obciążeń. Wielkość przyszłego długu korporacyjnego brutto we Francji, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii utrzyma się powyżej lub blisko 70% PKB do 2020 roku.

2.2.OBLIGACJE KORPORACYJNE

Coraz większe potrzeby finansowe przyczyniły się do rozrostu rynku obligacji korporacyjnych w okresie 1990-2015 (wykres 2). Wyraźnie widać, że w zasadzie żaden rodzaj zadłużenia w postaci obligacjach (korporacji finansowych i niefinansowych oraz rządowych) nie wykazał się zbyt dużym spadkiem emisji. Wydaje się, że mamy do czynienia z czymś w rodzaju konkurencji między sektorami w spełnianiu potrzeb finansowych w oparciu o atrakcyjną walutę jaką w tym zastosowaniu okazało się euro. Dotyczy to możliwości podnoszenia wpływów z inwestycji i to nawet jeśli osiąga się korzyści się tylko w krótkim okresie.

Wykres 2. Wielkość emisji obligacji emitowanych w krajach strefy euro denominowane we wspólnej walucie (dane kwartalne w mln, 1990-2015).



Źródło: Obliczenia na podstawie danych: [Bank For International Settlements 2015].

Wykres 3. Udział emisji obligacji korporacyjnych krajów strefy euro w stosunku do emisji obligacji korporacyjnych na całym świecie (dane kwartalne, 1999-2015).



Źródło: Obliczenia na podstawie danych: [Bank For International Settlements 2015].

1 – wielkość emisji obligacji korporacyjnych emitowanych w euro w stosunku do wszystkich typów obligacji w krajach strefy euro

2 – wielkość emisji obligacji korporacyjnych krajów strefy euro emitowanych w euro w stosunku do emisji obligacji korporacyjnych na całym świecie

O znaczeniu stosowania wspólnej waluty w celach pożyczkowych świadczy to, że wskaźnik 1 (wielkości emisji obligacji korporacyjnych w euro do wszystkich innych obligacji w tym pieniądzu) zdecydowanie przeważa nad wskaźnikiem 2 (wielkość emisji obligacji korporacyjnych krajów strefy euro emitowanych we wspólnej walucie w stosunku do emisji obligacji korporacyjnych na całym świecie) (**wykresie 3**). Jednak w tym drugim przypadku występuje znacznie mniejsza zmienność. Pokazuje to, że znaczenie euro jest duże, ale ocena wynikających z jego stosowania korzyści uległa zmianie z punktu widzenia przedsiębiorstw jako emitentów długu mniej bezpiecznego.

3.ZAINTERESOWANIE EMITENTÓW MIĘDZYNARODOWYCH RYNKIEM OBLIGACJI KORPORACYJNYCH STREFY EURO PO 2008 ROKU

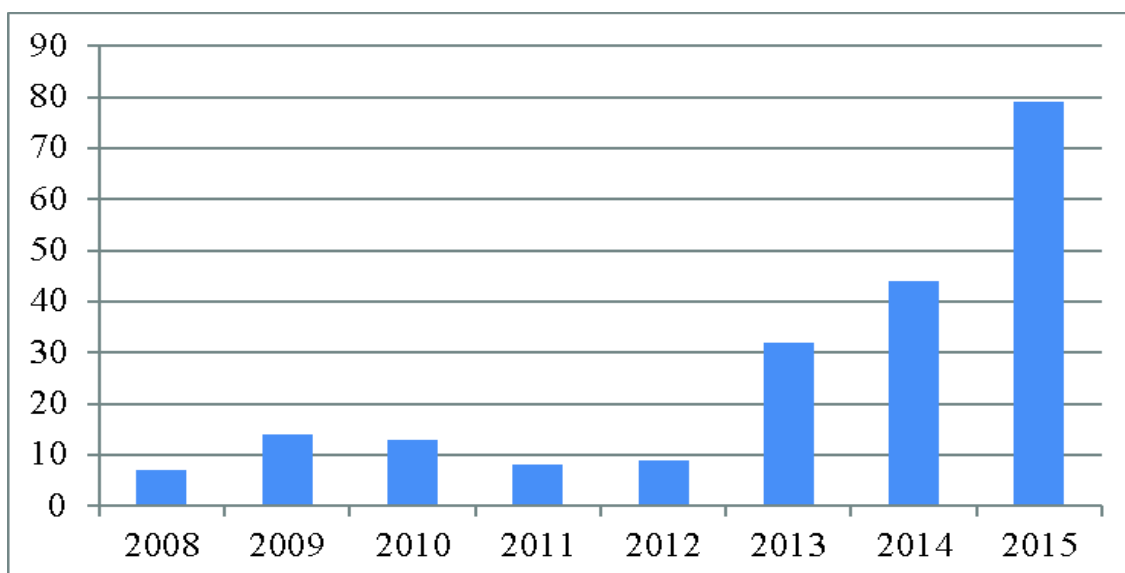
Waluta euro, zyskując status pieniądza światowego zapewniła wiele korzyści emitentom wszystkich typów obligacji (ze szczególnym uwzględnieniem korporacyjnych), nawet pochodzących spoza UE. Niestety po przegrzaniu koniunktury na rynkach finansowych pieniądz ten stał się kanałem przenoszenia kryzysu, obejmującym Unię Europejską. Reakcją na tę sytuację była zmiana warunków monetarnych, które okazały się czynnikiem zwiększającym atrakcyjność emisji obligacji w euro. Jak wiadomo Europejski Bank Centralny po rozpoczęciu zakupów dużych ilości obligacji rządowych, stara się stworzyć warunki dla szybszego wzrostu gospodarczego nawet poprzez zwiększenie inflacji. Jednakże działania sprzyjające wyhamowaniu kryzysu i zdynamizowaniu wzrostu gospodarczego w strefie euro doprowadziły do negatywnych stóp zwrotu przy uwzględnieniu inflacji i różnic między stopami zwrotu niemieckich i amerykańskich obligacjami EDO. Utrwały się one poprzez odmienną politykę monetarną ECB i Fed (przewiduje się, że stopy zwrotu korporacyjnych obligacji w strefie euro i w USA będą rosły [Kaya 2013, s.6-7]).

Przedstawiciele amerykańskich instytucji finansowych wskazują, że sprzyja to w długiej perspektywie traktowaniu rynków finansowych strefy euro jako ciągle bezpiecznego miejsca obrotu obligacjami korporacyjnymi bez względu na słabość gospodarcze krajów członkowskich.

Również Międzynarodowy Fundusz Walutowy wskazuje, że poza przedstawionymi warunkami, to właśnie większy konserwatyzm w sferze

inwestycji (szczególnie w porównaniu do rynków obu Ameryk, gdzie USD ciągle okazuje się być walutą znacznie bardziej ofensywnie stosowaną, głównie w celu zapewnienia płynności) przyciąga inwestorów do stosowania euro przy emisjach obligacji. Dlatego też dostęp do ofert sprzedaży tych papierów wartościowych staje się coraz ważniejszy, ponieważ są one zazwyczaj oferowane z dyskontem, generując dodatkowe zyski [IMF 2010, s. 24]. Niestety różnice stóp procentowych między USD a euro przyciągają działania spekulacyjne w postaci hedgingu (wielkie koncerny międzynarodowe zwiększyły zasoby kapitału w strefie euro w celu zminimalizowania wpływu deprecjacji w euro wobec USD) [Financial Times March 20, 2015]. Tworzy to nowe duże przepływy pieniężne między USA a strefą euro.

Wykres 4. Sprzedaż obligacji korporacji amerykańskich w euro (mld)



Źródło: [Bakewell 2015].

Dla przedsiębiorstw amerykańskich, znacznie niższe koszty finansowania zewnętrznego w strefie euro spowodowały zwiększenie zainteresowania emisjami długu dzięki niskiemu poziomowi stóp procentowych. Wygenerowało to rekordową wielkość sprzedaży obligacji korporacyjnych (wykres 4). Świadczy o tym czterokrotny wzrost emisji tych papierów wartościowych, przeprowadzonych przez amerykańskie przedsiębiorstwa w ciągu ostatnich kilku lat. Wielomiliardowe emisje obligacji korporacyjnych denominowanych w euro przeprowadziły nawet czołowe amerykańskie przedsiębiorstwa AT&T, Kinder Morgan, Mondelez International. Coca-Cola Co. sprzedała obligacje na kwotę 8,5 mld euro w lutym 2015 roku i była to największa emisja tych instrumentów ze strony amerykańskiego przedsiębiorstwa we wspólnej walucie (łącznie

wielkość zleceń osiągnęła wartość 20 mld euro). Zainteresowanie emisji w euro pojawiło się też ze strony chińskich korporacji.

4.WPŁYW WALUTY EURO NA DECYZJE O EMISJI OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

Badania różnych autorów wyraźnie wskazują na oddziaływanie tzw. efektu euro przed i po kryzysie, kształtującego decyzje o wyborze waluty, w której są denominowane obligacje. Drudi (2007) pokazuje, że korporacje dostrzegły, iż emitowanie obligacji na rynkach strefy euro jest również korzystną formą pozyskiwania środków finansowych niż kredyt bankowy [cyt. za Drudi 2007, s.17]. Eichengreen i Hausmann (1999) zauważyli, że większość krajów nie pożyczka na międzynarodowych rynkach w ich własnej walucie (zjawisko nazwano mianem "grzechu pierwotnego"), co sprzyja denominacji obligacji w dolarze i euro. Hausmann i Panizza (2003) wskazują, że 97% długów jest wyrażana w pięciu "światowych walutach" - dolara amerykańskiego, euro, funt brytyjski, jen i frank szwajcarski. Wraz z wprowadzeniem euro znacznie wzrosło nastawienie na stosowanie tej waluty w zadłużaniu się poprzez emisje obligacji kosztem USD [cyt. za Hale 2008, s.2]. Hausmann i Panizza (2010) zwracają uwagę, że wybór euro i innych walut światowych wynika ze znaczenia efektu „grzechu pierwotnego” w działaniach na poziomie instytucjonalnych. Hale i Spiegel (2012) sugerują, że nadejście Europejskiej Unii Walutowej przyniosło spadek dominacji dolara na rynkach pieniężnych na rzecz euro, przejmując część korzyści [cyt. za Hale 2014, s.2-3]. Eichengreen (2012) zakłada przywiązanie światowej gospodarki do prowadzenia transakcji w dolarach, euro i renminbi [Eichengreen 2012, s.211].

Rynki długu strefy euro okazały się miejscem pozyskiwania kapitału, które umożliwiły uzyskiwanie lepszych warunków niż te, które oferują banki. Niskie ratingi i nawet zbyt wysokie odsetki bardzo często nie stanowiły sygnału nadmiernego ryzyka. Zamiast tego często właśnie one przyciągały nabywców z bardziej spekulacyjnym nastawieniem. Niestety wiele razy doprowadziło to do wzmocnienia na rynkach obligacji korporacyjnych zachowań, które znacznie zmniejszyły postrzeganie go jak miejsca bezpieczniejszych transakcji.

Należy zauważyć, że wzrost emisji obligacji korporacyjnych nie służył tylko finansowaniu działalności prowadzonej na obszarze wspólnej waluty czy też Unii Europejskiej. Jest to widoczne po ograniczonym tempie wzrostu samej strefy euro, dlatego też wiele korporacji starało się pozyskać dofinansowanie w celu ekspansji w bardziej dynamicznych gospodarkach (szczególnie ważnym

przykładem przez wiele lat były Chiny¹). Niestety tempo wzrostu gospodarczego i rentowność różnych inwestycji staje się w tym kraju coraz niższa.

Po 2008 roku pojawiło się szereg zmian, które zaczęły sprzyjać większej roli emisji obligacji korporacyjnych w finansowaniu przedsiębiorstw strefy euro:

- Wiele banków europejskich zmuszono do delewarowania bilansów z powodu wyższych wymogów kapitałowych i innych zmian regulacyjnych, jak również ze względu na znaczne niedobory kapitału.
- Różnice między obligacjami korporacyjnymi i kredytem bankowym zmniejszyły się, a w niektórych segmentach rynku nawet przesunęły się na korzyść emitentów korporacyjnych.
- Popyt inwestorów na obligacje korporacyjne wzrósł w wyniku niskiej rentowności obligacji rządowych.
- Doszło do przesunięcia preferencji inwestorów z obligacji finansowych na sprzedawane przez korporacje z sektora niefinansowego.
- Korporacje stały się bardziej otwarte na korzystanie z finansowania uzyskiwanego poprzez rynki kapitałowe [Kaya 2013, s.3].

Nowo zidentyfikowanym problemem, który wystąpił przy okazji przyciągnięcia nabywców obligacji korporacyjnych euro, stało się różnicowanie przez banki wielkości przydziału papierów wartościowych na rzecz niektórych klientów. Europejskie organy regulacyjne sygnalizują bankom, które ubezpieczają emisje obligacji korporacyjnych, by nie tworzyły podziału wśród nabywców na lepszych i gorszych poprzez premiowanie swoich najbardziej uprzywilejowanych klientów w przypadku instrumentów o niższych ratingach. W ramach zwiększenia przejrzystości na rynku obligacji korporacyjnych, również Komisja Europejska zdecydowała się bardziej sprzyjać rozpowszechnianiu regulacji umożliwiających kredytobiorcom większą kontrolę nad tym, kto i na jakich warunkach kupuje ich zadłużenie. Zasady proponowane przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ang. European Securities and Markets Authority) oraz Komisję Europejską będą wymagać od banków szczegółowego wyznaczenia przez emitentów, jak mają określać przydział papierów wartościowych zanim zostaną one sprzedane. Ubezpieczyciel transakcji będzie również musiał uzyskać zgodę kredytobiorcy co do tego w jaki sposób będą dystrybuowane obligacje i przedstawić do tego odpowiednie uzasadnienie. Brytyjski Financial Conduct Authority również przyjął regulacje dotyczące niedopuszczania do konfliktów interesów, które mogą wystąpić w razie preferowania niektórych klientów kosztem bezpieczeństwa innych [Zob. w.: Moloney 12 (02), s. 177-225].

¹ PMI Chin przed 2011 rokiem oscyloowało powyżej progu 50, a potem coraz częściej znajduje się pod nim. Caixin China General Manufacturing PMI November 2015, <http://www.markiteconomics.com/Survey>

5.ZMIANY WARUNKÓW GOSPODAROWANIA

Skutki kryzysu, a potem wysiłki na rzecz przywrócenia równowagi w sektorze finansowym, doprowadziły do deflacji i wyhamowania motywacji do działań sprzyjających wzrostowi gospodarczemu. Wskazują na to indeksy PMI dla członków strefy euro oraz innych krajów UE (tabela 2), których poziom utrzymuje się blisko progu 50.

Tabela 2.Uśrednione wskaźniki PMI.

	2013	2014	2015		2013	2014	2015
Świat	52,5	52,3	51,2	Japonia	54,8	52,3	51
Strefa euro	51,9	51,8	52	Brazylia	50,1	49,6	47,2
Francja	48,2	49	49,1	Rosja	50	49,6	48,4
Niemcy	52,9	52,4	51,9	Indie	50,5	52,1	52
Włochy	51,8	51,4	53,3	Chiny	50,7	49,7	48,9
Hiszpania	50,1	53,2	54	Korea	50,5	49,6	48,8
Irlandia	53,6	55,5	55,7	Taiwan	53,9	53,4	48,9
Wielka Brytania	57,2	54,8	52,3				
USA	53,8	55,9	54				

Źródło: [Guide ... 2015, s.12]

Korporacyjni emitenci obligacji strefy euro i innych krajów znaleźli się w nowej sytuacji z powodu stóp procentowych oscylującego na zerowym poziomie. Nawet jeśli niesie to im korzyści w ramach niskich kosztów, to jednak towarzyszy temu również brak atrakcyjności dla nabywców zwłaszcza, że niskie odsetki stały się elementem zjawisk deflacyjnych².

Czynnikiem, który przestał sprzyjać zaufaniu okazało się ryzyko rozpadu strefy euro, co nadwyrężyło potencjał wzmacniający stabilność wynikającą ze stosowania tej waluty. Niestety doszło do sytuacji, w której skutki sprzedaży

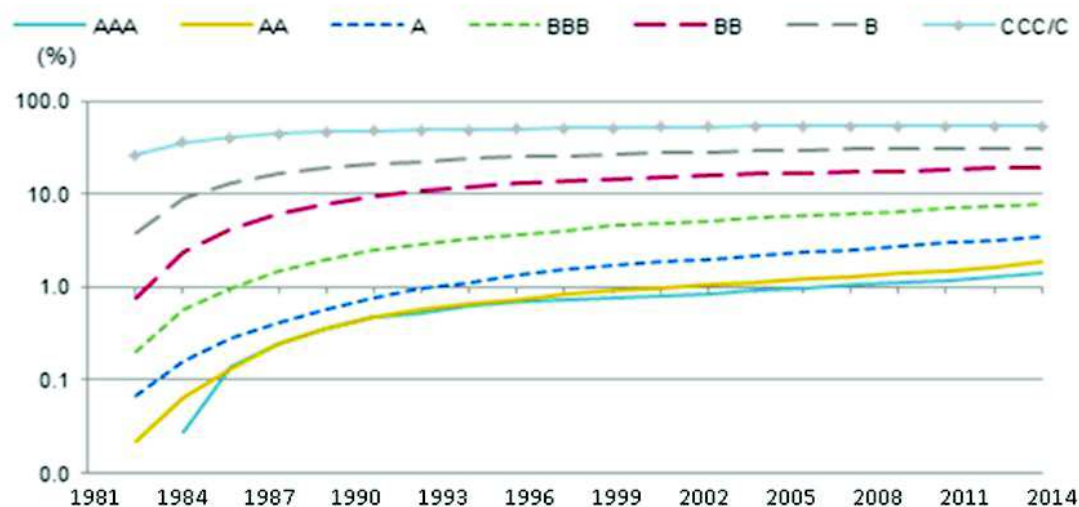
² Jak wiadomo rozważaniom o negatywnych skutkach inflacji, towarzyszy silne przekonanie, że jeszcze większym problemem jest niestety deflacja (najbardziej tego wymownym przykładem jest Japonia, która stworzyła największy na świecie rynek obligacji).

emisji obligacji dowolnej wartości zaczęły nabierać coraz więcej cech negatywnych. Stało się tak dlatego, że nadmiernie wykorzystano ten instrument zadłużania się. Trzeba jednak zdawać sobie sprawę, że nawet w warunkach kryzysowych korporacje mogły dalej sprzedawać obligacje w euro, zwracając większą uwagę na kwestię bezpieczeństwa. Nawet bardzo duży dług nie musi nieść ze sobą nadmiernego ryzyka, jeśli jest właściwie zabezpieczony, a pozyskiwane tą drogą środki pozwolą osiągnąć efekty, które zwiększą rentowność danej korporacji.

6.SPADEK RATINGÓW

Zwiększanie podaży obligacji wiąże się koniecznością konkurowania o nabywców już przy planowaniu emisji. Odbywa się to poprzez niezbyt bezpieczne podnoszenie oprocentowania, któremu potem towarzyszy długoterminowy trend spadkowy ratingów. Niestety problem ten coraz bardziej dotyczy obligacji emitowanych przez wszystkie grupy podmiotów z sektora prywatnego i publicznego³. Jednocześnie pokazuje to, że powstanie wielkiego rynku długu (mocno wykorzystywanego przez to, że w zasadzie emisja o dowolnej wartości zostanie wchłonięta) sprzyja uznawaniu obligacji za narzędzie bardziej korzystne do zdobywania środków niż kredyt bankowy. Na szczęście proces spadku ratingów został spowolniony, jednak odbyło się to poprzez wsparcie ze strony państw, stosując nawet rolowanie długów (co również wpisuje się w korzyści z pojemnych rynków kapitałowych strefy euro).

Wykres 5. Zmiana udziału ratingów (1981-2014)



Źródło: [Standard&Poors Rating Services 2015, s.51].

Nawet jeśli nie traktować ratingów zbyt wiarygodnie, ich trend spadkowy okazał się wyraźny (przed rokiem 2000 przekraczały one średnio poziom B, a w kolejnych latach powszechnie zmniejszyły się do C) [Moody's Global Credit Policy 2009, s.15]. W raporcie Moody podkreślono, że spadek ratingów jest problemem występującym długotrwale we wszystkich regionach (wykres 5 przedstawia stały wzrost udziału niskich ratingów emitentów obligacji korporacyjnych).

Aby zmaksymalizować wpływ tzw. luzowania ilościowego w strefie euro i ograniczać ryzyko pogorszenia ratingów, działania EBC i innych banków centralnych muszą być uzupełnione o środki pozwalające na przywrócenie równowagi w sektorze prywatnym. Ważne jest też ułatwianie dostępu do kredytów, zwiększenie rzetelności instytucji nieprowadzących działalności bankowej i promowanie reform strukturalnych. W szczególności, udrożnienie kanałów kredytowych wymaga kompleksowych działań w celu rozwiązania problemu nieściągalnych zobowiązań. Konieczne są dalsze wysiłki w celu poprawy skuteczności wprowadzanych regulacji dotyczących upadłości przedsiębiorstw i osób prywatnych [Fratzscher 2014, s.4-8].

Ważnym przykładem objęcia obligacji wiarygodnością waluty euro stał się przykład Grecji. Chodziło o uzyskanie i utrwalenie takich ratingów jej papierów wartościowych jakie utrzymują inne rządowe obligacje emitowane w euro, co długo się udawało. Niestety w sytuacji kiedy niedobory wiarygodności powszechnie są nadrabiane denominowaniem w walucie o wysokim zaufaniu,

³ Został w ten sposób naruszony nawet kanon bezpieczeństwa w przypadku unijnych emitentów takich jak rządy czy samorządy.

proceeds to the transfer of risk to the money and other entities using it, sectors and countries. As is known, it led to a significant threat of the collapse of the euro zone.

ZAKOŃCZENIE

After the final crisis, there was a need to increase pressure on the issue of limiting risk in the actions of central banks, governments and supervisory institutions. In the Goldman Sachs report, there is a suggestion that the general increase in debt, of which the element is the issuance of corporate bonds in euro, is a further stage of the crisis, especially manifesting itself in Europe⁴. Therefore, the actions of central banks, governments and supervisory institutions in the period of weakening of the too dynamic rate of borrowing, must take into account the problem of lengthening the periods of deflationary processes. There is a risk that low interest rates may not be an effective stimulator of development for businesses. Deflation as a process does not give certainty, that low prices will lead to the purchase of cheaper produced goods. Too long delays of stimulatory effects (e.g. due to the deleveraging of the economy, which weakens economic activity) may limit the motivation of many businesses, so that they do not implement strategies of greater focus on development during the period of low PKB growth. Therefore, we have to be careful not to miss the opportunity of the appearance of aggregated data, motivating businesses to general and significant increase in investment.

In the analysis of benefits and costs of the euro, emphasis was placed on low costs of borrowing. It was based on the assumption that debt in the currency in question, under conditions of long-term high rate of economic growth. However, when the debt crisis appeared in 2008, it seemed that the development of the European market for corporate bonds should have its limits. It turned out that the crisis even more clearly demonstrated the benefits of the use of a common currency in the area of borrowing. It was part of a multi-dimensional process of integration, which led to the formation of strong correlations in market behavior, creating a system in which there is a place for all issuers of bonds from the European Union and the rest of the world. The influence was so strong that the demand for bonds in the currency increased. Therefore, the increase in the diversity of instruments allowing to meet the

⁴ Unfortunately, at that time the public sector took on the main burden of fighting the costs of the crisis through further increases in the issuance of bonds in euro after 2008. In this way, there was also a deepening of competition between the public and private sectors, which began to offer increasingly attractive interest rates for bond buyers [Cyt. za CNBC 12.10.2015].

finansowe stało się ważnym czynnikiem rewidującym oceny procesów integracyjnych, gdyż każdy z nich zwykle wymaga specjalnego podejścia. Faktyczną podstawą tego stała się ciągle wysoka wiarygodność euro jako waluty zadłużania się po 2008 roku. Zostało to wykorzystane na wielką skalę przez korporacje, które w ten sposób częściowo ochroniły swą wiarygodność poprzez stosowanie euro jako waluty o niskiej zmienności kursowej.

Pytaniem nabierającym coraz większego znaczenia jest kwestia tego jak stymulować wzrost gospodarczy, aby korporacje mogły brać w tym udział w większym zakresie i czy proces delewarowania (obniżenie poziomu dźwigni finansowej) nie utrwali spowolnienia. Mimo wszystko w warunkach powszechnie niskich ratingów trzeba mieć na uwadze konieczność powrotu do bezpiecznych poziomów zadłużenia poprzez delewarowanie na poziomie makro (wzrost gospodarczy i inflacja) i mikro (spłata zadłużenia i restrukturyzacja) oraz przeszacowania aktywów (dla zadłużenia netto) [IMF 2014, s.44-47].