

Allianz Trade | 24 lutego 2026 r. | Seria „Przyszłość Europy”

Euroobligacje – szansa na strategiczną konieczność

Ludovic Subran
Dyrektor ds. inwestycji i główny
ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Patrick Krizan
Starszy strateg inwestycyjny ds. stóp
procentowych
patrick.krizan@allianz.com

Dorian Simon
Strateg ds. stóp procentowych
dorian.simon@allianz.com

Podsumowanie

Strategiczna autonomia stała się przewodnią gwiazdą Europy w coraz bardziej podzielonym świecie, prawie dziesięć lat po pierwszym przemówieniu prezydenta Macrona na Sorbonie. Ale co trzeba zrobić, aby ją osiągnąć? W serii „Przyszłość Europy”, autorstwa Allianz Trade, która będzie ukazywać się w najbliższych tygodniach, przyjrzymy się niezbędnym reformom, instrumentom i inwestycjom – od polityki handlowej po bezpieczeństwo energetyczne i rolę euro – które pozwolą Europie uporać się z krytycznymi zależnościami i słabościami. Dzisiaj zajmujemy się kwestią euroobligacji, które powróciły do porządku dziennego w związku z potrzebą dodatkowego finansowania europejskich działań obronnych.

- **Przepływy kapitałowe przenoszą się do Europy, a europejskie obligacje stają się tymczasowym bezpiecznym aktywem.** Globalny kapitał coraz częściej kieruje się w stronę obligacji denominowanych w euro, ponieważ status amerykańskich obligacji skarbowych jako bezpiecznego aktywa ulega erozji. Poparte strukturalnymi atutami, dużą zdolnością bilansową i doskonałą płynnością finansową (2 bln EUR nadwyżki płynności w porównaniu z 300 mld USD). W obliczu rosnących potrzeb inwestycyjnych Europy i popytu na alternatywę dla dolara amerykańskiego euro ma ponowną szansę na rozszerzenie swojej globalnej roli. Wymaga to zwiększenia bezpiecznego zabezpieczenia o co najmniej 1–3 bln EUR do 2035 r. Najlepszym rozwiązaniem są strategiczne euroobligacje pokrywające wspólne potrzeby finansowe w zakresie obronności, zmian klimatycznych i infrastruktury. Ostatecznie bardziej elastyczny instrument – EU-Jumbos – mógłby zmniejszyć tarcia instytucjonalne i polityczne w UE, która rozwija się w dwóch tempach.
- **Problem Europy dotyczy podaży długu, a nie popytu: korzyści wynikające z rentowności wygodnej.** Cała pula bezpiecznych aktywów europejskich o wartości 8 bln EUR jest równa wielkości amerykańskich obligacji skarbowych posiadanych za granicą. Analiza Allianz Trade zysku z wygody pokazuje, że Europa pozostawia znaczny niewykorzystany potencjał w zakresie emisji euroobligacji. Euroobligacje i obligacje państwowe o wysokim ratingu (zwłaszcza niemieckie obligacje skarbowe) uzupełniają się, a nie konkurują ze sobą. Aby pojawiły się efekty substytucji, konieczna byłaby emisja dodatkowych euroobligacji o wartości co najmniej 1000 mld EUR. Efekty te mogłyby być ograniczone, ponieważ rynki już uwzględniają wspólny czynnik ryzyka fiskalnego w cenach europejskich obligacji skarbowych.
- **Ostatecznie dla inwestorów euroobligacje muszą stać się wysoce płynną krzywą benchmarkową.** Zalecamy dwutorowe podejście: (i) zwiększenie emisji euroobligacji o bardzo krótkim terminie zapadalności (EU-Bills) w celu dostarczenia bezpieczniejszych zabezpieczeń na globalnych rynkach finansowania, aby wesprzeć internacjonalizację euro w aktywach cyfrowych i systemach płatniczych, oraz (ii) zwiększenie o 500 mld EUR długoterminowych euroobligacji przeznaczonych na konkretne projekty (w zakresie obronności lub zmian klimatycznych).

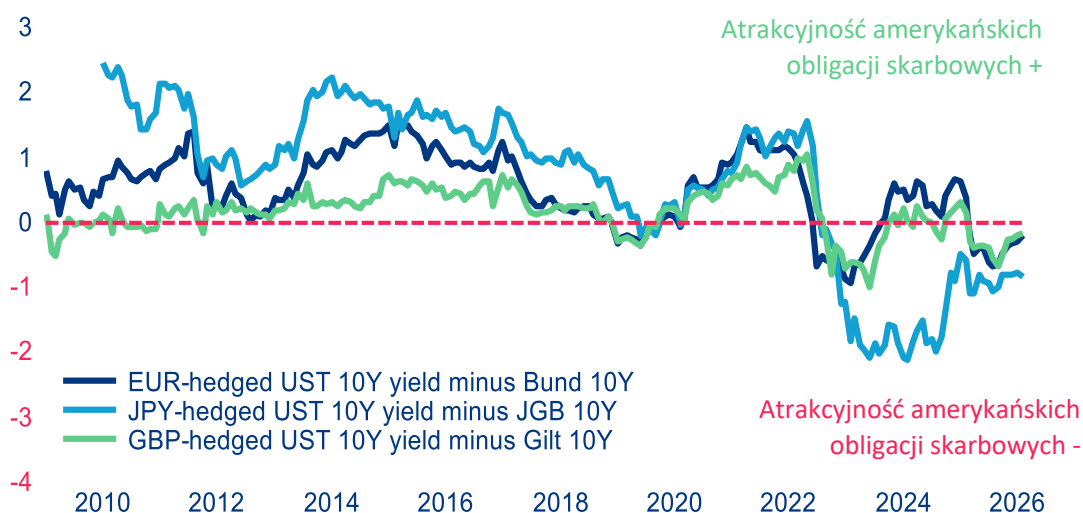
Kilku europejskich przywódców coraz bardziej opowiada się za rozszerzeniem wspólnej emisji długu w celu wzmocnienia strategicznej autonomii.

Idąc za przykładem programu Next Generation EU (800 mld EUR) ustanowionego podczas kryzysu związanego z Covid-19, wśród europejskich przywódców, od prezesa Bundesbanku Nagela, przez prezydenta Francji Macrona, po prezesa EBC Lagarde, pojawia się konsensus

polityczny w sprawie rozszerzenia wspólnej emisji długu na tematy strategiczne, takie jak obrona i transformacja klimatyczna. Rzeczywiście, ponownie otwiera się konkurencyjna przestrzeń dla euro, ponieważ rosnące potrzeby inwestycyjne Europy zbiegają się z rosnącym globalnym popytem na bezpieczne alternatywy dla aktywów w USD. Podobna sytuacja miała miejsce na początku XXI wieku, kiedy udział dolara amerykańskiego w międzynarodowym długu zagranicznym spadł z 60% do 40%, a emisje denominowane w euro zyskały na znaczeniu. Jednak odwrócenie tej tendencji po wielkim kryzysie finansowym (GFC) i kryzysie euro pokazało, że okna te szybko się zamykają, jeśli ekosystem finansowy nie jest w stanie się rozwinąć.

Przez prawie cztery dekady rząd Stanów Zjednoczonych był w stanie monetyzować swoje deficyty dzięki globalnemu zapotrzebowaniu na bezpieczne aktywa, co pozwoliło mu prowadzić „deficyt bez łez”. Jednak kryzys subprime z 2008 r. ujawnił fundamentalne słabości, wywołując pierwsze poważne wątpliwości co do wiarygodności instytucji amerykańskich i odporności systemu monetarnego. Aby zapobiec załamaniu systemowemu, Rezerwa Federalna ratowała banki i znacznie rozszerzyła swój bilans. Finansowanie zagraniczne przesunęło się z pośrednictwa prywatnych banków do bezpośredniej zależności od płynności zapewniaanej przez Fed. Banki stanęły w obliczu bardziej rygorystycznych ograniczeń bilansowych, które ograniczyły ich zdolność do absorpcji emisji obligacji skarbowych. Wraz z gwałtownym wzrostem deficytu fiskalnego, zwłaszcza po pandemii Covid-19, podmioty niebędące bankami (np. fundusze hedgingowe) stały się marginalnymi nabywcami amerykańskich obligacji skarbowych, wykorzystując je jako zabezpieczenie do zaciągania pożyczek gotówkowych w celu uzyskania dźwigni finansowej. Uzależnienie od pośredników o wysokiej dźwigni finansowej powoduje niestabilną równowagę finansową. Zwiększona interwencja Fed na rynku repo podkreśla rosnącą niestabilność. Podejście administracji Trumpa polegało na stabilizacji systemu poprzez korygowanie nierównowagi dolara za pomocą groźb nałożenia ceł, sankcji amerykańskich i ostatecznie porozumienia Mar-a-Lago, które jest narzędziem wywierania presji na inwestorów zagranicznych, aby nadal absorbowali deficyty amerykańskie. Wraz z rosnącą presją polityczną na Rezerwę Federalną rosną obawy dotyczące statusu amerykańskich obligacji skarbowych jako „bezpiecznych aktywów”. Inwestorzy zaczynają szukać alternatywnych rozwiązań, podczas gdy globalny system monetarny osiąga nową równowagę, która nie zależy wyłącznie od wiarygodności instytucjonalnej Stanów Zjednoczonych. W związku z tym inwestorzy zagraniczni coraz częściej uznają amerykańskie obligacje skarbowe za nieatrakcyjne (wykres 1). Niektórzy zaprzestali zwiększania swojej ekspozycji, inni zaczęli poszukiwać zwrotów zamiast bezpieczeństwa w Stanach Zjednoczonych.

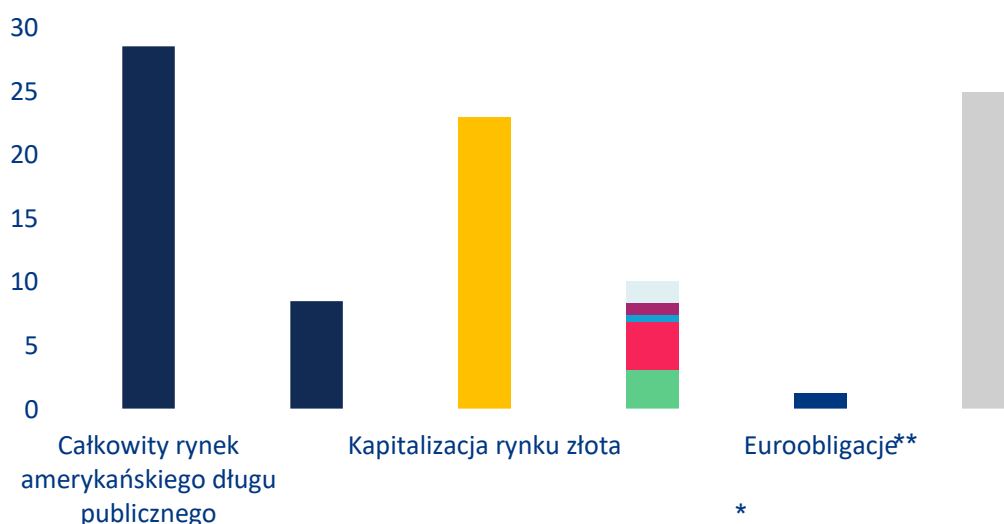
Wykres 1: Amerykańskie obligacje skarbowe tracą atrakcyjność dla inwestorów zagranicznych



Źródła: LSEG Workspace, Allianz Research

Europa ma dobrą pozycję jako bezpieczna alternatywa dla aktywów denominowanych w dolarach amerykańskich. Musi jednak zwiększyć pulę bezpiecznych zabezpieczeń, które nadal są rzadkie i rozdrobnione. Wartość pozostających w obrocie obligacji państwowych i ponadnarodowych (np. UE, ESM, EBI) o ratingu A+ lub wyższym wynosi jedynie około 8 bln EUR – mniej niż wartość amerykańskich obligacji skarbowych obecnie posiadanych poza Stanami Zjednoczonymi. Paradoksalnie, podczas gdy stan zadłużenia Stanów Zjednoczonych może być obecnie zbyt duży, biorąc pod uwagę ponowne skupienie się na sprawach wewnętrznych, łączna podaż wysokiej jakości długu w strefie euro pozostaje zbyt ograniczona i rozdrobniona, aby znacząco podnieść status euro jako globalnej waluty rezerwowej (wykres 2).

Wykres 2: Rynek bezpiecznych aktywów w strefie euro jest niedostatecznie zaopatrzony (wolumen pozostający w obrocie/kapitalizacja rynkowa w bln USD)



*Dług publiczny strefy euro obejmuje Niemcy, Francję, Hiszpanię, Holandię, Belgię, Austrię, Finlandię i Irlandię.

** Euroobligacje: wolumen pozostający w obrocie UE, ESM i EFSF

Źródła: LSEG Workspace, World Gold Council, Allianz Research

Emisja euroobligacji jako jednorodnych bezpiecznych aktywów w euro jest najlepszym rozwiązaniem pozwalającym na zwiększenie puli bezpiecznych aktywów w euro. Zdaniem Allianz Trade korzyści wynikające ze znacznego wzrostu wspólnego zadłużenia w połączeniu z silniejszą międzynarodową rolą euro w zakresie strategicznej autonomii, niższym ryzykiem kursowym oraz niższymi kosztami finansowania prywatnego i publicznego przeważają nad ryzykiem nadużyć, spadkiem konkurencyjności i pogorszeniem się salda rachunku bieżącego.

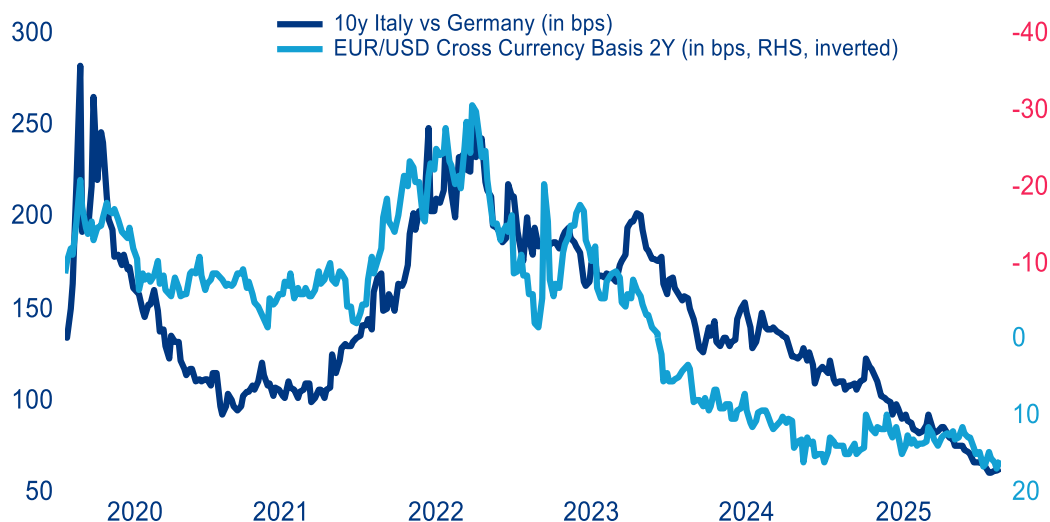
Od przejściowego najbezpieczniejszego aktywa do strategicznego aktywa globalnego

W związku z osłabieniem statusu amerykańskich obligacji skarbowych jako bezpiecznych aktywów, globalne przepływy kapitałowe wydają się przesuwać w kierunku Europy. Kilka czynników wskazuje na ten trend. Po pierwsze, globalne wstrząsy, takie jak kryzys związany z Covid-19 czy „Dzień Wyzwolenia”, nie wzmacniają już dolara amerykańskiego, a raczej go osłabiają – co stanowi odwrócenie historycznego trendu „ucieczki do jakości”. Po drugie, w okresach zacieśniania płynności w Stanach Zjednoczonych euro często umacniało się, a nie traciło na wartości. Sugeruje to, że różnica w płynności między Stanami Zjednoczonymi a strefą euro, dobrze odzwierciedlona przez różnicę w spreadach swapowych, będącą wskaźnikiem względnej presji podaży długu, zmieniła się na korzyść Europy. Wreszcie, w kontekście rosnącego ryzyka geopolitycznego, odzwierciedlonego w rosnącym spreadzie walutowym¹ (koszt zabezpieczenia zmienności kursów

¹ Laverriere, P., *Epistemologia stresu związanego z dolarem zagranicznym: co FIMA i linie swapowe mówią o naturze ryzyka systemowego*, 2026

walutowych), obligacje rządowe strefy euro przyciągnęły dodatkowy popyt. Widać to na przykład w zachowaniu 10-letniego spreadu BTP–Bund, który jest wskaźnikiem postrzegania ryzyka systemowego w strefie euro i który pozostał stosunkowo odporny pomimo globalnych zawirowań. Podsumowując, sygnały te wskazują, że Europa staje się atrakcyjnym miejscem dla globalnego kapitału (wykres 3).

Wykres 3: Premia za ryzyko w Stanach Zjednoczonych jest impulsem płynnościowym dla Europy.



Źródła: LSEG Workspace, Allianz Research

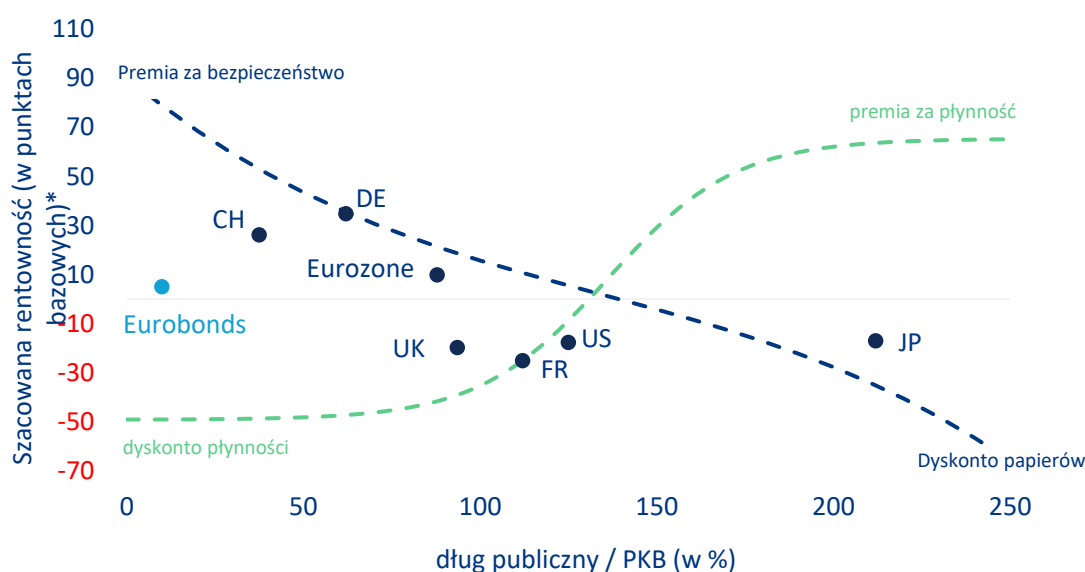
Ta względna atrakcyjność Europy wynika z silnych czynników strukturalnych (głęboki i otwarty rynek kapitałowy, praworządność i duży wspólny rynek) oraz swobodnego przepływu kapitału, w przeciwieństwie do kontroli kapitałowej w Chinach i niepewności politycznej w Stanach Zjednoczonych. Europa może zaoferować bezpieczne, płynne, chronione prawnie i bardziej neutralne geopolitycznie aktywa. Płynność i kontekst polityczny dodatkowo wzmacniają względną przewagę Europy. W Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna jest zmuszona do wspierania płynności finansowej, ponieważ zdolność sektora prywatnego do absorpcji obligacji skarbowych jest wyczerpana. Zdaniem Allianz Trade wskazuje to na to, że globalni inwestorzy coraz częściej wykorzystują Europę — a w szczególności rynki podstawowe, takie jak niemieckie obligacje skarbowe — jako globalny substytut bezpiecznych aktywów. W przeciwieństwie do Japonii, która zaostrza politykę pieniężną i repatriuje kapitał, zmniejszając swoją obecność na globalnych rynkach obligacji, Europa ma możliwość rozszerzenia swojego globalnego zasięgu. Rynek pieniężny w euro oferuje również płynniejsze finansowanie niż rynek amerykański, a nadwyżka płynności w strefie euro pozostaje na bardzo wysokim poziomie. Szacujemy, że nadwyżka płynności wynosi ponad 2 bln EUR (w porównaniu z zaledwie 300 mld USD), gotowa do wykorzystania poprzez emisję bonów lub obligacji. Europa dysponuje płynnością finansową, która pozwala jej przejąć znaczną część przepływów płynności w poszukiwaniu bezpiecznej alternatywy dla amerykańskich obligacji skarbowych. Europa jest de facto tymczasowo najbezpieczniejszym aktywem i ma potencjał, aby stać się dobrem publicznym, którego poszukuje świat.

Status bezpiecznego aktywa Stanów Zjednoczonych poddany analizie, podczas gdy bezpieczne aktywa euro mają potencjał do ekspansji.

Globalne aktywa bezpieczne są przedmiotem obrotu po wyższych cenach (a zatem przy niższych rentownościach) niż dług o porównywalnym ryzyku ze względu na połączenie wyższego bezpieczeństwa (tj. wiarygodnego wsparcia ze strony pożyczkodawcy ostatniej instancji) i płynności (głębokość rynku i użyteczność zabezpieczeń). Ta premia za bezpieczeństwo i płynność — znana jako rentowność wygody — może być znaczna. Od lat 60. do końca lat 90. rząd Stanów Zjednoczonych korzystał z dyskonta kosztów finansowania wynoszącego około 200 punktów bazowych.^[66] Po globalnym kryzysie finansowym rentowność wygody w Stanach Zjednoczonych spadła do 75-50 punktów bazowych. Obecnie Stany Zjednoczone całkowicie wyczerpały swój bufor rentowności wygody, który po raz pierwszy stał się ujemny na początku

2025 r. i od tego czasu nie odzyskał wartości. Ilustruje to dylemat związany z rentownością wygodną. Jej składniki – bezpieczeństwo i płynność – wskazują na przeciwne kierunki. Większa emisja długu zwiększa płynność (więcej dostępnych zabezpieczeń, większy rynek z mniejszymi tarciami), ale zmniejsza również bezpieczeństwo. Innymi słowy, funkcja płynności ma charakter rosnący, a funkcja bezpieczeństwa ma charakter malejący. Podczas gdy funkcja bezpieczeństwa ma charakter ściśle malejący, funkcja płynności osiąga plateau na swoich krańcach (wykres 4). Oznacza to, że na pewnym poziomie dodatkowa emisja nie powoduje marginalnego wzrostu premii za płynność, ale nadal pogarsza premię za bezpieczeństwo. Istnieje optymalny punkt, w którym maksymalny poziom emisji spotyka się z minimalnym wymaganym poziomem bezpieczeństwa. Stany Zjednoczone przekroczyły ten punkt, podobnie jak Francja, Japonia i Wielka Brytania. Jednak Niemcy i cała strefa euro nadal korzystają z rentowności wygodnej, mając bufor po stronie emisji. Jeśli spojrzeć wyłącznie na ich rentowność wynikająca z wygody jest stosunkowo niska, ale silnie zniekształcona. Skorzystałyby one na podwyższonej premii bezpieczeństwa, ale euroobligacje są obciążone 50-punktową zniżką płynności. Tak więc, podczas gdy amerykański Departament Skarbu nadmiernie rozciągnął swoją premię płynnościową, Europa zachowuje zbytnią ostrożność w zakresie emisji euroobligacji.

Rysunek 4: Dylemat rentowności wygodnej – bezpieczeństwo o spadkowej tendencji a płynność o tendencji wzrostowej



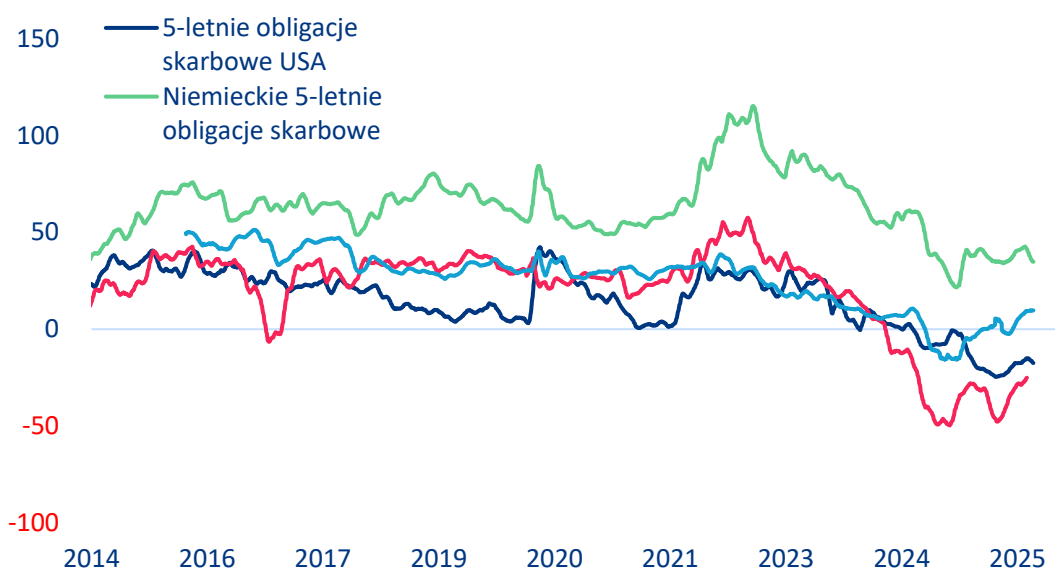
**Rentowności wygody oszacowane jako średnia syntetycznych wskaźników zastępczych (stopy swapowe, zagraniczne obligacje AAA zabezpieczone walutowo, obligacje korporacyjne AAA/AA skorygowane o CDS) oraz międzypaństwowa rentowność wygody oparta na syntetycznym utworzeniu stałej stopy swapowej walutowej przy użyciu danych dotyczących swapów stóp procentowych i swapów walutowych. Funkcje bezpieczeństwa i płynności są stylizowane na podstawie krzywych poszczególnych emitentów. Zbieżają się one w środkowej części, ale mogą wykazywać różne nachylenia na krańcach*

Źródła: LSEG Workspace, Allianz Research

Na razie nie ma transferu rentowności z Niemiec do euroobligacji.

Wyjaśnia to również, dlaczego euroobligacje i niemieckie obligacje skarbowe współistnieją obecnie jako produkty uzupełniające się, a nie konkurencyjne. Ich rentowności wygodne zmieniają się raczej zgodnie, a nie przeciwnie. Powód jest strukturalny: euroobligacje są bezpieczne, ale brakuje im płynności, podczas gdy obligacje skarbowe łączą bezpieczeństwo z doskonałą płynnością rynkową. Przy obecnym wolumenie emisji nie dochodzi do znaczącego transferu rentowności wygodnej z obligacji skarbowych do euroobligacji. Różnice strukturalne między obligacjami niemieckimi a euroobligacjami są najbardziej widoczne w sytuacjach kryzysowych. Zarówno podczas szoku związanego z Covid-19, jak i gwałtownego wzrostu inflacji w 2022 r. rentowności wygodne obligacji niemieckich wzrosły, ponieważ ucieczka do bezpiecznych aktywów skoncentrowała się na najbardziej płynnych dostępnych instrumentach. Euroobligacje, pomimo porównywalnej jakości kredytowej, prawie nie zareagowały, ponieważ ich ograniczeniem jest płynność, a nie bezpieczeństwo (wykres 5). Szacujemy, że aby pojawiły się znaczące efekty substytucji na rynku obligacji niemieckich, konieczne jest dodatkowe wyemitowanie euroobligacji o wartości 1000 mld EUR. Poniżej tego progu zwiększona emisja euroobligacji nie wpływa na rentowność obligacji niemieckich.

Wykres 5: Zmiany rentowności wygodnych dla różnych emitentów*



*Rentowności wygodne oszacowane jako średnia syntetycznych wskaźników zastępczych (stopy swapowe, zagraniczne obligacje AAA zabezpieczone walutowo, obligacje korporacyjne AAA/AA skorygowane o CDS) oraz rentowności wygodne międzypaństwowe oparte na syntetycznym tworzeniu stałej stopy swapowej walutowej przy użyciu swapów stóp procentowych i swapów walutowych.

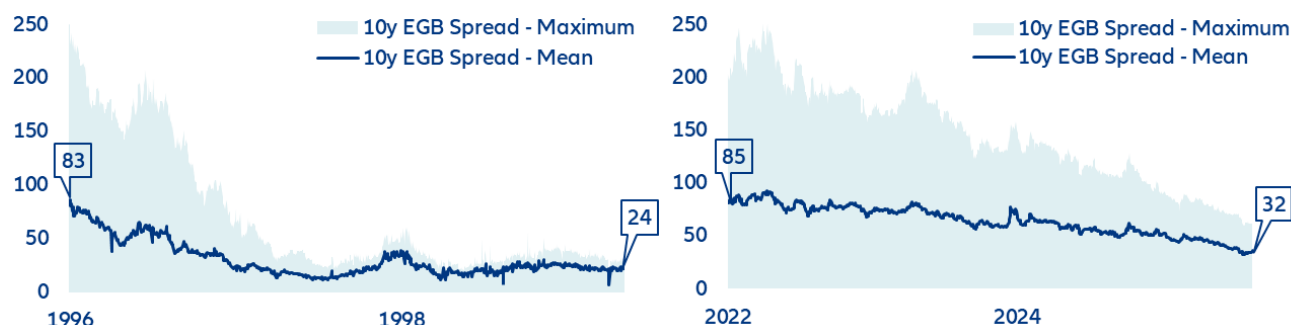
Źródła: LSEG Workspace, Allianz Research

Rynki już uwzględniają wspólny czynnik ryzyka fiskalnego w cenach europejskich obligacji rządowych.

Europejskie obligacje rządowe (EGB), zwłaszcza w Europie Południowej, od 2022 r. wykazują silną tendencję do konwergencji. 10-letni spread włoskich obligacji rządowych w stosunku do niemieckich obligacji skarbowych zmniejszył się z maksymalnego poziomu ponad 250 punktów bazowych do około 60 punktów bazowych obecnie. Spready innych emitentów z peryferii, takich jak Hiszpania i Portugalia, zmniejszyły się o około 100 punktów bazowych od najwyższego poziomu w 2022 r. Było to ściśle związane z wypłatą środków z funduszu NGEU, zwłaszcza dla Hiszpanii, Włoch, Grecji i Portugalii, w połączeniu z ich stabilizacją polityczną. Szacujemy, że od 2021 r. sam efekt wzrostowy NGEU wynosi łącznie +1,0-1,2 pp wraz z umocnieniem ich pozycji fiskalnej. Ta poprawa fundamentów odpowiada za 30-50% ostatniego spadku spreadów. Bez NGEU spread 10-letni (w stosunku do Bundów) byłby obecnie o +41 pb wyższy dla Włoch, +20 pb wyższy dla Hiszpanii i +35 pb wyższy dla Portugalii. Oznacza to, że za każdy punkt procentowy PKB w transferach NGEU spread 10-letni (w stosunku do Bundów) uległ kompresji o 2-5 pb. NGEU wykazał pozytywne skutki wspólnej emisji, rozkładając europejskie rentowności wygodne bardziej równomiernie między państwa członkowskie, co przekłada się na niższy ogólny poziom spreadu EGB i mniejsze rozproszenie europejskich premii za ryzyko.² Niedawna konwergencja spreadów EGB jest zatem również sygnałem, że rynki w coraz większym stopniu wyceniają ten wspólny czynnik ryzyka. Wyprzedzanie przez rynki postępów instytucji europejskich przypomina spadek spreadów przed wprowadzeniem euro. Z tą istotną różnicą, że tym razem Europa dysponuje wszystkimi zabezpieczeniami, aby uniknąć fragmentacji i systemowego ryzyka wyjścia. Oznacza to jednak również, że rynki będą karać spready EGB, jeśli Europa nie spełni oczekiwań, co może zniweczyć część spadku spreadów spowodowanego przez NGEU (wykres 6).

² Bardziej szczegółową analizę można znaleźć w naszej publikacji: „Na co zwrócić uwagę: fundusz NGEU – sekret konwergencji spreadów państwowych”, 14 listopada 2024 r., https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/economic-research/publications/specials/en/2025/november/2025_11_14_What_to_watch.pdf

Wykres 6: 10-letnie spready EGB w porównaniu z Niemcami (w punktach bazowych)* – konwergencja podczas wprowadzenia euro (po lewej) w porównaniu z NGEU (po prawej)



*obejmuje: Francję, Włochy, Hiszpanię, Portugalię, Irlandię, Finlandię, Austrię, Holandię i Belgię

Źródła: LSEG Workspace, Allianz Research

Przekształcenie szansy w przewagę strukturalną

Profil emisji euroobligacji (UE, ESM, EFSF) odzwierciedla ich genezę jako tymczasowej odpowiedzi na kryzys: oportunistyczna emisja w przypadku najbardziej poszukiwanych terminów zapadalności w ramach programów z domyślnymi lub wyraźnymi datami wygaśnięcia. Był to sygnał braku zaangażowania, który od początku podważał ich wykorzystanie jako globalnego benchmarku rynkowego. W związku z tym euroobligacje nadal mają trudności z uzyskaniem akceptacji w tradycyjnych indeksach obligacji państwowych, co ma dodatkowy negatywny wpływ na ich płynność i częściowo wyjaśnia tendencję inwestorów do utrzymywania ich do terminu zapadalności, a nie do inwestowania zorientowanego na transakcje, jak w przypadku zarządzających aktywami i banków. Aby stworzyć odpowiedni benchmark dla euroobligacji, który ułatwiłby również włączenie ich do dużych indeksów obligacji państwowych, polityka emisji euroobligacji musi przejść na stałe zobowiązanie, tworząc płynną krzywą benchmarkową. Obecnie wolumeny euroobligacji w obrocie są porównywane z krzywą benchmarkową niemieckich obligacji skarbowych. W pierwszym etapie wspólna emisja długu powinna koncentrować się na bardzo krótkim końcu krzywej rentowności euro (EU Bills) i oportunistycznie emitować instrumenty o dłuższym terminie zapadalności w celu finansowania programów obronnych i związanych ze zmianami klimatu (np. obligacje SAFE na rzecz europejskiej obrony). Instrumenty te prawdopodobnie spotkają się z najmniejszym oporem politycznym, ponieważ nie wiążą się one z trwałymi transferami fiskalnymi (EU Bills) lub finansują powszechnie akceptowane europejskie dobra publiczne. Obecny rynek euroobligacji – obsługiwany głównie przez Niemcy, Francję i Włochy – ma wartość jedynie około 500 mld EUR (w porównaniu z 8 bln USD w przypadku amerykańskich bonów skarbowych); aby wywrzeć znaczący wpływ na skalę globalną, euroobligacje UE powinny osiągnąć co najmniej dwukrotnie większą wartość. Należy również wziąć pod uwagę, że zamiast emitować obligacje krajowe, poszczególne agencje zarządzania długiem (DMO) mogłyby to robić w ramach „opakowania euroobligacji UE”. W ten sposób można by jeszcze bardziej zwiększyć wolumen emisji obligacji UE. W przypadku euroobligacji o dłuższym terminie zapadalności dodatkowa emisja o wartości 500 mld EUR stanowiłaby znaczący krok naprzód. Koncentrując się na potrzebach w zakresie wydatków na obronność, wspólne emisje mogłyby nawet osiągnąć wartość 1,8 bln EUR w fazie nadrobienia zaległości w latach 2026–2035.³

Utworzenie europejskiego rynku weksli stanowi część szerszej strategii mającej na celu umiędzynarodowienie euro i przejście udziału w rynku od dolara amerykańskiego, którego rola jest nadal dominująca, ale słabnie. Argumenty przemawiające za umiędzynarodowieniem euro są przekonujące w kontekście strategicznej autonomii. Pomimo wyższych dochodów z tytułu emisji pieniądza (rocznie 0,15% PKB dla EBC w porównaniu z 0,5% PKB dla Fed), bardziej umiędzynarodowane euro zmniejszyłoby strukturalną zależność Europy od finansowania w dolarach amerykańskich. Obecnie banki strefy euro pozyskują około 17% swojego finansowania w dolarach amerykańskich, a około 25% z nich nie posiada wystarczającej płynności w dolarach amerykańskich, aby pokryć tę ekspozycję.⁴ Przeniesienie większej części

³ Hildebrand, P., Rey, H. i Schularick, M., „European Defence Governance and Financing” (Europejskie zarządzanie obronnością i finansowanie), CEPR, listopad 2025 r.

⁴ Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA), Test warunków skrajnych w całej UE, 2025 r.

światowego handlu i finansów do euro spowodowałoby przeniesienie ryzyka walutowego z europejskich firm, obniżenie kosztów zabezpieczenia i stabilizację przychodów. Zwiększyłyby to również geopolityczną przewagę Europy, zwiększając jej zdolność do stosowania sankcji finansowych, przeciwstawiania się presji USD (groźbom ceł) i zmniejszenia narażenia na skutki polityki pieniężnej Stanów Zjednoczonych. Rozwój głębokiego ekosystemu finansowania offshore denominowanego w euro ma zasadnicze znaczenie dla rozszerzenia wykorzystania tej waluty w transakcjach globalnych. Jest to zgodne z ostatnimi ogłoszeniami EBC dotyczącymi rozszerzenia programu Euro Repo Facility (EUREP). EUREP zapewni bankom centralnym spoza strefy euro dostęp do płynności w euro w zamian za wysokiej jakości zabezpieczenia (obligacje rządowe, euroobligacje). Tymczasem system linii swapowych „” zapewnia zagranicznym instytucjom euro potrzebne do zakupu tych obligacji i zarządzania płynnością. Wspierałoby to autonomię Europy poprzez łagodzenie skutków ubocznych w przypadku wzrostu napięć rynkowych w Stanach Zjednoczonych, Chinach lub innych krajach. Aby zwiększyć tę autonomię, potrzebne są dodatkowe zabezpieczenia. Euroobligacje mogą odegrać tutaj istotną rolę, jeśli będą traktowane na równi z obligacjami rządowymi denominowanymi w euro.

Oprócz stabilizacji finansowej linii swapowe wzmacniają sojusze dyplomatyczne Europy z partnerami poszukującymi ochrony przed rosnącą rywalizacją między dwoma głównymi mocarstwami. W tym sensie linii swapowe funkcjonują jako swego rodzaju „finansowe NATO”. Zagraniczne rządy i inwestorzy coraz częściej chcą dywersyfikować swoje działania, aby uniknąć strategicznej presji wywieranej zarówno przez Stany Zjednoczone, jak i Chiny, i skierować się w stronę obszaru gospodarczego, który nadal opiera się na otwartych rynkach, a nie protekcjonizmie opartym na zasadzie zero-jedynkowej. Dynamika ta leży również u podstaw negocjacji Europy z partnerami z regionu Indo-Pacyfiku – jest to echo ambicji Marka Carney'a, aby „zbudować nowy blok handlowy obejmujący 1,5 miliarda ludzi”. Aby jednak Europa mogła zaoferować wiarygodną alternatywę, musi zapewnić infrastrukturę finansową, która umożliwi strategiczną autonomię. Korzyści płynące z bardziej międzynarodowego euro mają charakter zarówno finansowy, jak i geopolityczny. Europa zmniejszyłaby swoją zależność od infrastruktury amerykańskiej w zakresie płatności, bezpieczeństwa i technologii; wzmocniłaby swoją konkurencyjność eksportową, zabezpieczyła import towarów zgodnie z normami regulacyjnymi UE i zapobiegła trwającemu przesunięciu sektora prywatnego w kierunku amerykańskich rynków kapitałowych, oferując firmom głęboki pul funduszy, których potrzebują w kraju. Ostatnim elementem skutecznej globalnej strategii euro jest przejście na cyfrowe euro i nowoczesną mieszankę pieniądza publicznego i prywatnego. Technologie oparte na łańcuchu bloków – ucieleśnione przez cyfrowe waluty banków centralnych i stablecoiny – umożliwiają niemal natychmiastową, niskokosztową wymienialność walut bez pośredników. Europa powinna zatem zbudować infrastrukturę stablecoinów wspieraną przez nowo utworzony europejski rynek weksli, który gwarantowałby ich wartość i byłby powszechnie posiadany przez sektor detaliczny. Równolegle e-euro emitowane przez EBC wspierałoby płatności hurtowe, zapewniając bezpieczeństwo i stabilność w obrębie strefy euro i poza nią. Ten podwójny system zapewniłby płynne i niezawodne finansowanie wszystkim użytkownikom, wzmocniłby napływ kapitału zagranicznego, zwiększyłby rolę euro w globalnym systemie monetarnym, zmniejszyłby zależność od amerykańskich platform technologicznych i obniżyłby koszty transakcyjne dla przedsiębiorstw i konsumentów, co z kolei przyczyniłoby się do wzrostu gospodarczego w Unii.

UE coraz częściej działa w oparciu o integrację dwubiegową lub mechanizmy wzmocnionej współpracy, takie jak proponowany 28. system dla rynków kapitałowych. Istniejąca struktura euroobligacji, oparta głównie na planowaniu DG BUDG jako de facto DMO dla całej UE, może okazać się niewystarczająco elastyczna, aby dostosować się do potrzeb finansowych zmieniających się koalicji wokół celów strategicznych. Elastyczna architektura euroobligacji może stać się konieczna, aby uwzględnić koalicje chętnych bez fragmentacji jednolitego rynku. Niemiecki model Länder-Jumbo i ramy Nordyckiego Banku Inwestycyjnego stanowią realny wzór dla emisji euroobligacji na dużą skalę bez konieczności tworzenia pełnej unii fiskalnej lub zmiany traktatu. W ramach tej struktury UE Jumbo państwa członkowskie przystępowałyby do konkretnych emisji na żądanie, wnosząc proporcjonalny wkład w finansowanie konkretnych priorytetów strategicznych, takich jak zamówienia w dziedzinie obronności, infrastruktura klimatyczna lub projekty związane z transformacją energetyczną. To podejście o zmiennej geometrii rozwiązuje dwa kluczowe ograniczenia. Po pierwsze, uwzględnia zmieniające się priorytety polityczne: w miarę wzrostu pilności kwestii obronnych lub ewolucji imperatywów klimatycznych koalicja wierzycieli dostosowuje się odpowiednio, bez konieczności podejmowania stałych zobowiązań fiskalnych. Po drugie, umożliwia udział państw członkowskich UE spoza strefy euro. Wydatki na obronę i klimat są w przeważającej mierze denominowane w euro, niezależnie od waluty krajowej, a kraje takie jak Polska czy Szwecja mają naturalny popyt na euro i skorzystałyby na niższych kosztach finansowania dzięki wspólnej emisji. Euroobligacje stałyby się obligacjami UE.

Problem polega na tym, że obligacje EU-Jumbos zwiększyłyby złożoność i tak już rozdrobnionego rynku. W przeciwieństwie do jednorodnych krzywych rentowności obligacji skarbowych, obligacje EU-Jumbos początkowo wykazywałyby rozbieżności cenowe między transzami w zależności od składu uczestników. Jeśli jednak instrumenty te otrzymają takie samo traktowanie pod względem zabezpieczeń jak istniejące euroobligacje i dług państwowy w operacjach EBC i ramach kapitałowych banków, ich akceptacja rynkowa stanie się realna. Główną przeszkodą dla euroobligacji jest ich wolumen, a nie czystość. Rynki euroobligacji stoją przed wyzwaniem sekwencyjności: najpierw należy osiągnąć skalę, a następnie udoskonalić jednorodność. Wraz ze wzrostem emisji powyżej 1–2 bln EUR w obrocie poprawia się płynność, zmniejsza się spread między ceną kupna a ceną sprzedaży, a ceny zbliżają się do benchmarku ważonego PKB – trajektoria ta jest już widoczna w przypadku istniejących euroobligacji wyemitowanych od 2021 r. Udział wszystkich „wielkiej czwórki” (Niemiec, Francji, Włoch i Hiszpanii) we wczesnych emisjach byłby niezbędnym dla wiarygodności rynku i ustanowienia benchmarku.

Stanowi to zmianę kulturową dla krajowych urzędów zarządzania długiem, przyzwyczajonych do pełnej autonomii w zakresie emisji, ale zapewnia większą elastyczność niż w pełni sfederalizowana równoległa struktura euroobligacji. Urzędy zarządzania długiem zachowują swobodę decydowania o poziomie uczestnictwa, preferencjach dotyczących terminów zapadalności i wyborze tematów, zyskując jednocześnie dostęp do większych puli płynności i niższych kosztów finansowania. Dla mniejszych państw członkowskich, które obecnie płacą znaczne premie za płynność i mają trudności z utrzymaniem sieci głównych dealerów przy ograniczonych kalendarzach emisji, ramy EU-Jumbo stanowiłyby natychmiastową ulgę. To ta sama logika, która skłoniła małe niemieckie kraje związkowe do stworzenia Jumbos. Co istotne, podejście to nie rozwiązuje od razu problemu fragmentacji strefy euro: krajowe krzywe rentowności utrzymałyby się równolegle z EU-Jumbos, a rozbieżność między rentownościami obligacji krajów rdzenia i peryferii pozostałaby w najbliższej przyszłości. Jednak wraz ze wzrostem wolumenu EU-Jumbo i pogłębianiem się infrastruktury rynkowej instrument ten stanie się alternatywą strukturalną, stopniowo redystrybuując zyski z tytułu wygody i zmniejszając samonapędzającą się koncentrację w obligacjach niemieckich. To niedoskonałe rozwiązanie pośrednie może być jedyną politycznie wykonalną drogą do stworzenia europejskiego rynku bezpiecznych aktywów o wartości 3–5 bln EUR, niezbędnego do uzyskania statusu prawdziwej waluty rezerwowej.

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzedowski

+ 48 509 433 874

artur.niewrzedowski@multian.pl

Oceny te, jak zawsze, podlegają zastrzeżeniom zawartym poniżej.

STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Oświadczenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą zawierać prognozy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na aktualnych poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanymi i nieznanymi ryzykami oraz niepewnością. Rzeczywiste wyniki, osiągnięcia lub wydarzenia mogą znacznie różnić się od tych wyrażonych lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Odchylenia takie mogą wynikać między innymi z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w podstawowej działalności i na podstawowych rynkach Grupy Allianz, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynkowej, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości zdarzeń objętych ubezpieczeniem, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) poziomów trwałości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakresu niewypłacalności kredytowej, (vii) poziomów stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, w tym kursu EUR/USD, (ix) zmian przepisów ustawowych i wykonawczych, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym związanych z nimi kwestii integracyjnych, oraz działań reorganizacyjnych,

oraz (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej. Wiele z tych czynników może być bardziej prawdopodobnych lub wyraźniejszych w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie ma obowiązku aktualizowania żadnych informacji ani stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem informacji wymaganych przez prawo.

Allianz Trade jest znakiem towarowym używanym do oznaczenia szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.