

**Blandyna Puszer**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

# **OBLIGACJE STABILNOŚCIOWE JAKO INSTRUMENT FINANSOWANIA POŻYCZKOWYCH POTRZEB SEKTORA PUBLICZNEGO W STREFIE EURO**

## **Wprowadzenie**

Proces międzynarodowej integracji rynków finansowych oraz wzrost zapotrzebowania na fundusze kapitałowe przyczyniają się do zwiększania udziału w finansowaniu sektora publicznego. Podstawowym źródłem funduszy są w szczególności obligacje, które reprezentują popyt na pieniężny kapitał pożyczkowy niezbędny do prowadzenia bieżącej działalności jednostek administracji państwowej oraz do finansowania kapitałochłonnych inwestycji publicznych. Obligacje rządowe należą do chętnie używanych instrumentów finansowych, umożliwiających pozyskanie funduszy pożyczkowych na pokrycie deficytu budżetowego oraz długu rządowego. Doświadczenia wyniesione z okresu funkcjonowania strefy euro w zakresie polityki fiskalnej, zwłaszcza z czasu ostatniego globalnego kryzysu finansowego, skłoniły (zmusiły) Unię Europejską do poszukiwania nowych instytucji i narzędzi. W zakresie instrumentów pojawiła się (w listopadzie 2011 roku) koncepcja emitowania obligacji stabilnościowych (euroobligacji), będąca wynikiem Rezolucji Parlamentu Europejskiego przyjętej w związku z kryzysem finansowym. Koncepcja ta zmierza do emisji obligacji, których sprzedaż dostarczałaby środków do zaspokojenia pożyczkowych potrzeb zadłużonych krajów. Celem opracowania jest próba oceny kształtowania się długu publicznego w krajach strefy euro oraz ocena zasadności i potencjalnych konsekwencji emisji obligacji stabilnościowych.

## 1. Wpływ rynku obligacji na kreowanie długu sektora publicznego strefy euro

Stan i perspektywy rozwoju rynku obligacji skarbowych są ściśle powiązane z uwarunkowaniami, w jakich jest kształtowana polityka budżetowa krajów obszaru euro. Polityka ta jest zdecentralizowana, co powoduje, że kraje członkowskie samodzielnie ustalają dochody i wydatki budżetu państwa. Jedynym ograniczeniem są postanowienia tzw. Paktu Stabilności i Wzrostu, w którym określono, że deficyt budżetu generalnie nie powinien przekroczyć 3% PKB danego kraju, natomiast zadłużenie (dług publiczny) kraju członkowskiego nie może przekroczyć 60% PKB. Realizując postanowienia tego traktatu, kraje Unii Europejskiej zobowiązały się, że w perspektywie średnioterminowej osiągną stan bliski równowagi w budżecie lub nawet nadwyżkę<sup>1</sup>. Biorąc pod uwagę dane zawarte w tabeli 1 oraz rys. 1 można zauważyć, że od samego początku funkcjonowania strefy euro poziom zadłużenia nie był przedmiotem szczególnej troski. Brak sukcesu w realizacji zobowiązań budżetowych nie skłonił jednak do zaostrożenia zapisów dyscyplinujących. Można stwierdzić, że do 2008 roku wskaźniki długu publicznego utrzymywały się na „stabilnym” wysokim poziomie. Globalny kryzys finansowy uwidocznił jednak słabości Paktu Stabilności i Wzrostu, pokazał nierozwiązane problemy budżetowe wielu krajów strefy euro oraz przyczynił się do wzrostu wskaźników zadłużenia.

Tabela 1

Saldo budżetu oraz dług publiczny krajów strefy euro (jako % PKB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Saldo budżetu (deficyt/nadwyżka)													
BE	-0,6	0,1	0,6	0,0	0,1	-0,2	-2,6	0,3	-0,3	-1,0	-5,6	-3,8	-3,7
DE	-1,6	1,2	-2,7	-3,8	-4,1	-3,7	-3,3	-1,6	-0,2	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0
EE										-2,9	-2,0	0,2	1,0
IE	2,3	4,5	1,1	-0,4	0,2	1,4	1,7	3,0	0,2	-7,3	-14	-31,2	-13,1
GR	-1,7	-1,9	-6,1	-4,9	-5,7	-7,5	-5,1	-2,8	-3,5	-9,8	-15,6	-10,3	-9,1
ES	-1,1	-0,3	-0,5	-0,3	0,0	-0,3	1,0	2,0	2,2	-4,5	-11,2	-9,3	-8,5
FR	-1,6	-1,3	-1,4	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2
IT	-1,8	-0,5	-3,2	-2,7	-3,2	-3,2	-4,3	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,6	-3,9
CY						-4,1	-2,4	-1,2	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3
LU	3,8	5,8	6,5	2,1	0,2	-1,2	-0,1	1,3	3,2	3,0	-0,8	-0,9	-0,6
MT						-4,7	-2,8	-2,3	-1,8	-4,6	-3,8	-3,7	-2,7
NL	0,4	2,2	-0,2	-2,0	-3,2	-2,1	-0,3	0,6	0,3	0,5	-5,6	-5,1	-4,7

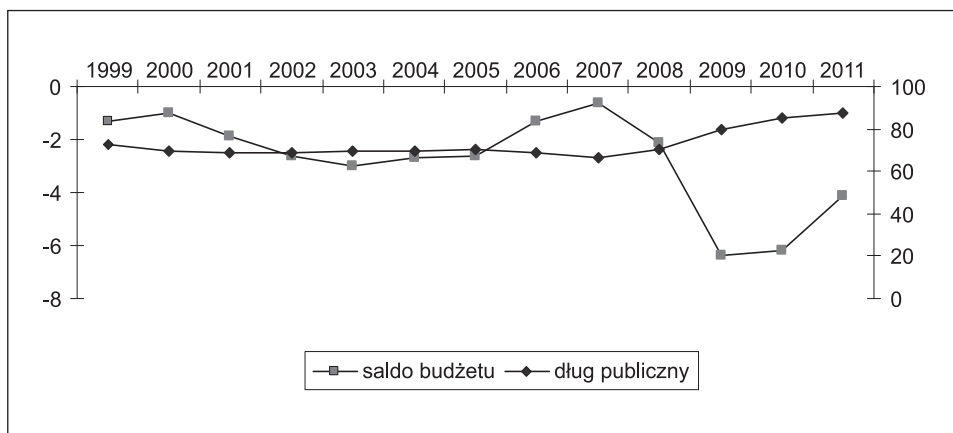
<sup>1</sup> B. Puszer: Rynek obligacji w Unii Europejskiej. W: Euro a jednolity europejski rynek finansowy. Cz. 1. Red. J. Żabińska. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2003, s. 79.

cd. tabeli 1

AT	-2,2	-1,5	0,1	-0,4	-1,2	-1,0	-1,5	-1,5	-0,4	-0,9	-4,1	-4,5	-2,6
PT	-2,2	-1,5	-4,2	-2,8	-2,9	-3,0	-6,1	-3,9	-2,6	-3,6	-10,6	-9,8	-4,2
SI						-2,2	-1,4	-1,2	0,5	-1,9	-6,1	-6,0	-6,4
SK						-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,1	-8,0	-7,7	-4,8
FI	1,9	7,0	5,2	4,3	2,5	2,1	2,9	4,1	5,3	4,3	-2,5	-2,5	-0,5
Dług publiczny													
BE	115	109	108	106	100	96,2	92,1	87,8	83,9	89,3	95,8	96,0	98,0
DE	61,3	60,3	59,6	61,2	64,8	66,4	67,8	67,7	65,1	66,7	74,4	83,0	81,2
EE										4,5	7,2	6,7	6,0
IE	49,6	39	35,9	32,4	31,5	29,8	27,3	24,7	24,8	44,2	65,1	92,5	108
GR	104	104	114	112	109	109	98,8	95,9	94,8	113	129	145	165
ES	63,1	60,4	56,3	53,2	49,4	46,9	43,0	39,6	36,2	40,2	53,9	61,2	68,5
FR	58,5	57,4	56,8	58,8	63,2	65,1	66,4	63,6	63,9	68,2	79,2	82,3	85,8
IT	115	111	111	108	107	106	106	107	104	106	116	119	120
CY						70,2	69,1	64,6	59,5	48,9	58,2	61,5	71,6
LU	6,0	5,6	6,7	6,8	6,7	6,6	6,1	6,6	7,0	13,7	14,8	19,1	18,2
MT						72,1	69,9	6,8	62,2	62,3	68,1	69,4	72,0
NL	63,1	56,0	51,5	51,3	52,6	53,1	51,8	47,4	45,7	58,5	60,8	62,9	65,2
AT	64,9	66,8	67,0	66,7	65,1	64,3	63,7	62,0	59,5	63,8	69,5	71,9	72,2
PT	54,2	53,4	53,6	56,1	57,7	59,4	63,6	64,7	63,6	71,6	83,1	93,3	108
SI						27,2	27,0	26,7	23,4	21,9	35,3	38,8	47,6
SK						41,4	34,2	30,4	29,4	27,9	35,6	41,1	43,3
FI	46,8	44,0	43,6	42,3	45,2	45,1	41,3	39,2	35,1	33,9	43,5	48,4	48,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: „Monthly Bulletin” ECB, March 2004; „Monthly Bulletin” ECB, March 2006; „Monthly Bulletin” ECB, March 2008, „Monthly Bulletin” ECB, March 2012; „Monthly Bulletin” ECB, March 2013.

Saldo budżetu łącznie dla wszystkich krajów strefy euro istotnie się pogorszyło, w 2009 roku osiągnęło poziom ponad 6% PKB, niewielka poprawa nastąpiła w 2011 roku, ogólny deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych strefy euro obniżył się do 4,1% PKB. W związku z tym można stwierdzić, że w 2011 roku postęp w konsolidacji fiskalnej w strefie euro był znaczny, zwłaszcza w wyniku podjęcia działań, głównie o charakterze trwałym, zmierzających do obniżenia wydatków. Niemniej jednak deficyt budżetowy utrzymywał się powyżej wartości referencyjnej wynoszącej 3% PKB we wszystkich państwach strefy euro z wyjątkiem Niemiec, Estonii, Luksemburga, Malty, Austrii i Finlandii.



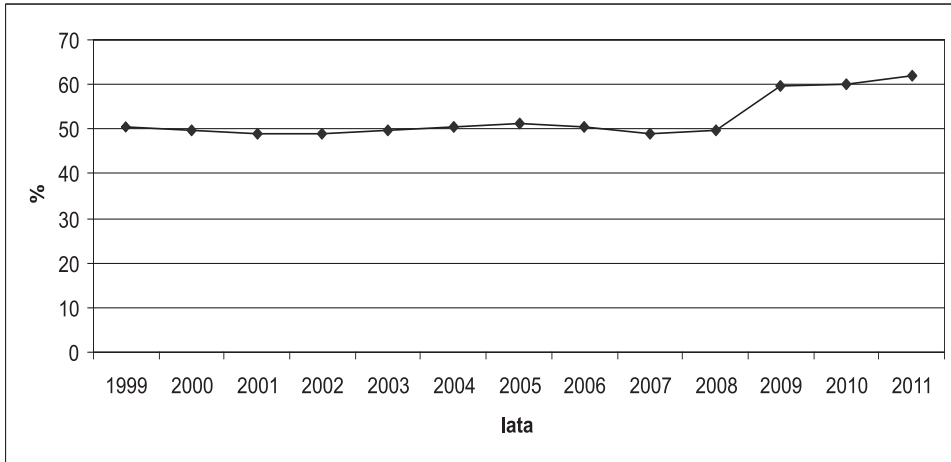
Rys. 1. Saldo budżetu ogółem oraz dług publiczny ogółem strefy euro (jako % PKB)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Monthly Bulletin” ECB, March 2004; „Monthly Bulletin” ECB, March 2006; „Monthly Bulletin” ECB, March 2008; „Monthly Bulletin” ECB, March 2012; „Monthly Bulletin” ECB, March 2013.

Zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych strefy euro do 2011 roku wzrastało, choć w 2011 roku już wolniej – osiągając poziom 88,0% PKB w porównaniu z 85,6% w 2010 roku. Pomimo zmniejszania się deficyt pierwotny pozostawał głównym czynnikiem kształtującym zadłużenie we wszystkich latach. Tylko pięć państw strefy euro w 2005 roku odnotowało zadłużenie poniżej wartości referencyjnej wynoszącej 60% PKB, a w przypadku Belgii, Irlandii, Grecji, Włoch i Portugalii poziom zadłużenia był bliski 100%, a nawet przekraczał tę wartość. Szacuje się, że w 2020 roku dług publiczny strefy euro może wynieść 120% PKB<sup>2</sup>.

Finansowanie pożyczkowych potrzeb państwa powoduje konieczność zaciągania długu publicznego i ponoszenia kosztów jego obsługi. Dominującą pozycję w zadłużeniu sektora finansów publicznych zajmuje dług instytucji rządowych szczebla centralnego, a podstawowymi składnikami tego długu są: skarbowe papiery wartościowe (emitowane na rynku krajowym i zagranicznym), kredyty i pożyczki oraz pozostałe zadłużenie. Jednym z głównych instrumentów wykorzystywanych do finansowania pożyczkowych potrzeb sektora publicznego strefy euro są długoterminowe papiery wartościowe (obligacje), ich udział w finansowaniu długu publicznego przedstawia rys. 2.

<sup>2</sup> B. Baran: Obligacje stabilnościowe jako instrument łagodzący kryzys zadłużeniowy w unii walutowej – spojrzenie krytyczne. W: Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej. Dokąd zmierza strefa euro? Red. K. Opolski, J. Górski. Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2012, s. 191.



Rys. 2. Udział obligacji w finansowaniu długu publicznego w latach 1999-2011 (jako % PKB)

Źródło: Ibid.

Wprowadzenie euro w 1999 roku stało się czynnikiem, który wzmocnił konkurencję pomiędzy rządami krajów członkowskich mających deficyt budżetowy w celu pozyskania inwestorów zainteresowanych nabyciem obligacji skarbowych. Konkurencja ta spowodowała pewne zmiany, wychodząc naprzeciw potrzebom zgłaszanym przez inwestorów w kwestii płynności obrotu obligacjami, procedur emisji oraz terminów zapadalności. Jedną z tych zmian było zwiększenie ogólnej wielkości pożyczek obligacyjnych, gdzie określono, że emisja o wielkości minimalnej 5 mld euro jest niezbędna do zapewnienia koniecznej płynności obrotu obligacjami na rynku wtórnym. Sytuacja ta spowodowała wzrost liczby inwestorów dla każdego poszczególnego emitenta rządowego, a także wzrost konkurencyjności między rządami krajów obszaru euro oraz zmusiła w szczególności mniejsze kraje do zwiększenia płynności rynku w celu zapewnienia atrakcyjności papierów rządowych<sup>3</sup>.

Do 2006 roku na rynku obligacji skarbowych można było zaobserwować wzrost wyemitowanych walorów (tabela 2), jednak zakres emisji w poszczególnych krajach strefy euro zmieniał się w tym okresie. Natomiast więcej obligacji zostało wyemitowanych przykładowo w Portugalii, Grecji, Holandii, Francji, Hiszpanii czy Belgii. W kilku krajach podaż tych papierów wartościowych nie zmieniła się.

<sup>3</sup> K. Mitręga-Niestrój, B. Puszer: Rynek obligacji i akcji w Unii Europejskiej, a bariery utrudniające integrację europejskiego rynku finansowego. W: Rynki kapitałowe. Red. W. Bień. Kolegium Zarządzania i Finansów, SGH, Warszawa 2005, s. 79.

Tabela 2

Wielkość emisji obligacji dokonanych przez instytucje rządowe szczebla centralnego w krajach strefy euro w latach 1999-2011 (w mld euro, stan na koniec okresu)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BE	203,5	211,7	218,5	223,7	224,5	222,9	226,3	225,1	231,4	234,4	249,8	265,8	284,3
DE	675,7	698,6	685,5	713,1	742,7	794,4	835,8	876,3	899,7	909,3	929,7	1060	1172
EE										0,012	0,012	0,012	0,012
IE	23,6	21,8	19,6	22,3	28,1	31,3	31,3	31,2	30,9	41,9	70,9	90,1	85,3
GR	80,4	93,9	106,8	121,6	135,1	155,9	173,7	184,4	200,9	232,9	268,3	272,7	256,5
ES	219,1	238,1	250,6	259,1	256,5	266,3	275,6	273,8	268,0	297,4	381,9	441,1	512,0
FR	572,7	595,4	630,5	632,9	690,8	745,6	789,4	812,3	840,2	866,9	923,8	1027	1117
IT	931,3	956,5	972,6	968,1	972,3	1045	1035	1077	1105	1160	1259	1347	1406
CY						5,7	6,2	6,3	6,4	4,7	5,7	7,3	7,7
LU	0,655	0,655	0,655	0,598	0,392	0,392	0,249	0,095	0	2,0	2,0	4,0	4,0
MT						2,3	2,6	2,6	2,8	2,9	3,2	3,6	4,05
NL	175,2	170,0	172,9	170,8	181,1	200,9	200,9	196,4	191,1	198,9	212,4	240,5	265,5
AT	86,6	97,1	105,1	108,8	112,3	118,4	118,4	128,1	133,9	135,5	150,5	162,2	171,0
PT	43,8	46,4	50,0	58,3	59,3	62,3	69,8	78,8	81,3	84,9	95,9	114,6	113,7
SI	3,18	3,3	4,3	5,8	5,8	6,4	6,6	7,1	7,2	7,5	10,9	12,6	15,6
SK	2,9	4,1	6,2	6,5	8,0	10,5	10,8	12,6	14,4	15,9	19,4	23,6	25,9
FI	53,9	48,5	45,2	43,6	46,1	46,4	48,6	46,6	45,7	43,8	48,4	56,6	63,9
Obszar euro	3073	3186	3268	3335	3462	3753	3831	3959	4059	4239	4632	5129	5506

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ECB, [www.ecb.int/stat/money](http://www.ecb.int/stat/money).

W efekcie wydarzeń zapoczątkowanych w sierpniu 2007 roku, od 2008 roku zaobserwować można w wielu krajach strefy euro znaczny wzrost emisji obligacji skarbowych, dodatkowo sytuacja ta była wynikiem działań podjętych na zwołanym w Paryżu szczycie krajów strefy euro 12 października 2008 roku, gdzie przyjęto skoordynowane programy pomocowe (związane z globalnym kryzysem finansowym), obejmujące m.in. udzielenie gwarancji na zobowiązania bankowe, dokapitalizowanie banków oraz nabywanie ryzykowanych aktywów banków w ramach transakcji bezwarunkowych. W związku z tymi działaniami wzrosły obciążenia fiskalne<sup>4</sup>. W 2009 roku roczna dynamika obligacji wyemitowanych przez sektor instytucji rządowych wyniosła ok. 11%. Przewyższyła ona nieco już przyspieszone tempo wzrostu z 2008 roku i ukształtowała się na najwyższym poziomie dla ostatniego dziesięciolecia. O wzroście tym przesądziły znaczące stany nierównowagi fiskalnej odnotowane w 2009 roku w większości państw strefy euro. W 2010 roku na wielkość emisji obligacji wpływ miały głównie: zadłużenie zewnętrzne niektórych państw strefy euro oraz stabilność finansów publicznych

<sup>4</sup> Raport roczny 2008. ECB 2009, s. 81.

w związku z rosnącymi w wielu krajach UE wskaźnikami deficytu i długu publicznego. W tej sytuacji 9 maja 2010 roku rządy strefy euro uchwałyły kompleksowy pakiet środków zaradczych, w tym utworzenie spółki European Financial Stability Facility (EFSF)<sup>5</sup>. W 2011 roku obserwuje się spadek rocznej dynamiki wyemitowanych obligacji, co wynika z działań konsolidacyjnych w strefie euro i ograniczenia długoterminowej emisji przez kraje w ramach programów dostosowawczych UE i MFW. Należy jednak podkreślić, że rządy w strefie euro stanęły przed niespotykanymi wyzwaniami w obszarze finansowania, a trzy kraje objęte programami dostosowawczymi UE i MFW miały mały dostęp do finansowania z rynku. Mimo trudności na rynku rządy w większości państw strefy euro zdołały wyemitować długoterminowe papiery wartościowe bez zbytnej presji na szersze wykorzystanie finansowania krótkoterminowego<sup>6</sup>. Podsumowując, można stwierdzić, że ożywiona od 2008 roku działalność emisyjna prawdopodobnie się utrzyma, ponieważ zwiększa się ciężar refinansowania z tytułu zapadalnego długu oraz utrzymujących się deficytów. W celu trwałego skorygowania nadmiernych deficytów rządy muszą więc zachować kurs nastawiony na redukcję ryzyka wynikającego z refinansowania i przestrzegać strategii konsolidacji. Poszukują także możliwie najtańszego dopływu środków pieniężnych, a takim instrumentem mogą być wspólnie emitowane obligacje stabilnościowe.

## **2. Obligacje stabilnościowe jako sposób na zaspokajanie pożyczkowych potrzeb zadłużonych rządów strefy euro**

Spadająca wiarygodność kredytowa wielu państw strefy euro, rosnące trudności budżetowe oraz towarzyszący temu wzrost oprocentowania obligacji przyczyniły się do dyskusji na temat wprowadzenia nowego instrumentu – obligacji stabilnościowych (euroobligacji), które mogłyby położyć kres tym problemom. Obligacje stabilnościowe to obligacje emitowane przez państwa członkowskie

<sup>5</sup> EFSF, powołany 9.05.2010 r. przez ECOFIN, może emitować obligacje lub inne dłużne papiery wartościowe gwarantowane przez EAM w celu pozyskania funduszy potrzebnych do: udzielania pomocy (pożyczek) krajom UE borykającym się z problemami finansowymi (zagrożonym niewypłacalnością), dokapitalizowania banków oraz wykupu długów na warunkach wynegocjowanych z Komisją Europejską, EBC oraz MFW. B. Puszer: Rynek obligacji w Unii Europejskiej – stan obecny i perspektywy jego rozwoju. W: Wybrane zagadnienia współczesnych finansów. „Acta Economica” nr 1, Wyższa Szkoła Bankowości i Finansów w Katowicach, Katowice 2012, s. 98.

<sup>6</sup> Biuletyn miesięczny. EBC, marzec 2012, s. 50.

strefy euro poprzez Urząd ds. Zarządzania Długiem, a wpływy z emisji przekazywane byłyby państwom członkowskim<sup>7</sup>.

Formalne dyskusje nad uruchomieniem mechanizmu emisji obligacji stabilnościowych zapoczątkowano w listopadzie 2011 roku wraz z publikacją Zielonej Księgi w tej sprawie. Jednak należy podkreślić, że koncepcja wspólnej emisji obligacji po raz pierwszy pojawiła się pod koniec lat 90. XX wieku, kiedy to Grupa Giovanniniego opublikowała raport prezentujący kilka wariantów koordynacji emisji państwowych dłużnych papierów wartościowych<sup>8</sup>. W efekcie wydarzeń w 2008 roku, po opublikowaniu przez EPDA dokumentu do dyskusji pt. *Wspólna europejska obligacja skarbowa*, wzrosło zainteresowanie uczestników rynku wspólną emisją obligacji. Nasilenie się problemów z długiem państwowym w kilku krajach strefy euro stało się impulsem do szerszej dyskusji na temat wspólnych emisji. Swoje propozycje przedstawili m.in.: J. Delpa i J. von Weizsacker (*The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Briefs 420, Bruegel, Brussels 2010); E. Jones (*A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard*, ISPI Policy Brief No. 180, March 2010); J.C. Juncker i G. Tremonti, (*Stability Bonds would end the crisis*. „The Financial Times”, December 2010); J.P. Morgan (*Designing and Pricing the Gold-plated Stability Bond*, „Global Fixed Income Markets Weekly”, August 2011), O. Issing (*Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea*. „White Paper” No. 3, Center for Financial Studies, Frankfurt 2009), H.-J. Dübel (*Partial Sovereign Bond Insurance by the Eurozone: A More Efficient Alternative to Blue (Euro-)Bonds*. CEPS Policy Brief No. 252). Twórcy tych koncepcji zwracali uwagę na fakt, że wspólna emisja obligacji pomoże zwiększyć płynność w wielu krajach strefy euro, łagodząc w ten sposób kryzys zadłużeniowy. Poza tym wydaje im się, że uwspólnotowanie długu za pomocą obligacji w obecnej sytuacji jest tańszym rozwiązaniem aniżeli finansowanie za pomocą Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego, w sytuacji gdy problemy z płynnością uwidaczniają się w kilku krajach strefy euro. Jednak zwracają także uwagę na fakt, że aby wspólna emisja przyniosła korzyści wszystkim uczestnikom i nie rodziła pokusy nadużycia, powinna wynikać z konwergencji gospodarczej.

Komisja Europejska w listopadzie 2011 roku zaproponowała trzy warianty emisji obligacji stabilnościowych, ich charakterystykę przedstawia tabela 3.

<sup>7</sup> M. Kulas, I. Hofmann: EU Green Paper, Eurobonds. CEP Policy Brief No. 2012-04 of 23 January 2012, s. 1.

<sup>8</sup> Report on co-ordinator issuance of public debt in the euro area. Giovannini Group, November 2000.



Tabela 3

## Charakterystyka wariantów emisji obligacji stabilnościowych strefy euro

Warianty	Charakterystyka
Całkowite zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Finansowanie sektora instytucji rządowych i samorządowych jest w pełni pokryte euroobligacjami, przy rezygnacji z emisji obligacji krajowych.</li> <li>– Emisja euroobligacji wiąże się z największym ryzykiem pokusy nadużycia oraz najskuteczniej gwarantuje osiągnięcie korzyści z emisji.</li> <li>– Konieczne określenie zakresu długu państwowego emitowanego za pośrednictwem euroobligacji.</li> <li>– Wprowadzenie wariantu może potrwać „długo” ze względu na konieczność dokonania zmian w traktacie UE.</li> </ul>
Częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi („podejście niebiesko-czerwone”)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Rynek obligacji państwowych w strefie euro składałby się z dwóch odrębnych obszarów obejmujących: „obligacje niebieskie” – euroobligacje o solidarnych gwarancjach i zapewniające jednolitą stopę refinansowania dla wszystkich państw strefy euro; „obligacje czerwone” – obligacje krajowe emitowane w przypadku potrzeby dodatkowego finansowania wydatków rządu i mające charakter podporządkowany w stosunku do obligacji niebieskich.</li> <li>– Konieczność ustalenia względnych proporcji emisji obligacji stabilnościowych i obligacji krajowych, proponowane dwa warianty: prosty system oparty na określonych zasadach (np. dla obligacji stabilnościowych 60% PKB) oraz bardziej elastyczny system powiązany z przestrzeganiem polityki.</li> <li>– Emisja wiąże się z pokusą nadużycia, która może zaistnieć tylko w początkowej fazie, ponieważ państwa członkowskie o niskiej wiarygodności kredytowej będą mogły korzystać z wyższej wiarygodności kredytowej innych państw członkowskich tylko do momentu osiągnięcia poziomu 60%, po osiągnięciu tego poziomu kraje członkowskie będą mogły emitować wyłącznie obligacje czerwone, których oprocentowanie zależeć będzie od ryzyka przypisywanego danemu krajowi.</li> <li>– Po określeniu maksymalnego progu wartości euroobligacji, musi być on utrzymywany i nie może podlegać zmianom pod presją polityków.</li> <li>– Wariant ten zapewnia mniejsze korzyści gospodarcze i finansowe.</li> <li>– Rentowność obligacji niebieskich jest niska i porównywalna z aktualną rentownością obligacji rządowych z ratingiem AAA. Rentowność obligacji czerwonych będzie zróżnicowana. Zależać będzie od płynności danego rynku oraz oceny kryteriów kredytowych.</li> <li>– Wprowadzenie wariantu 2 zajmie „dużo” czasu ze względu na konieczność wprowadzenia zmian w traktatach UE. Przepisy dotyczące nadzoru makroekonomicznego i fiskalnego wymagają jednak mniejszych zmian niż w przypadku wariantu 1, ponieważ dyscyplinujące funkcje rynku zostaną utrzymane.</li> </ul>

cd. tabeli 3

Częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami indywidualnymi, a nie solidarnymi	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Euroobligacje mogą być emitowane aż do osiągnięcia ustalonego progu ich wartości. Wszelkie dodatkowe potrzeby pożyczkowe muszą być zaspokajane poprzez krajowe obligacje państwowe.</li> <li>– Poszczególne państwa członkowskie będą odpowiedzialne tylko za swój udział, który odpowiadał będzie udziałowi w budżecie UE lub wadze kraju w kluczu kapitałowym EBC.</li> <li>– Ze względu na to, że gwarancje będą miały charakter indywidualny, ale niesolidarny, pokusa nadużycia będzie niska. Co więcej, dzięki utrzymaniu możliwości krajowych emisji zachowana zostanie dyscyplinująca funkcja rynku.</li> <li>– Korzyści z wprowadzenia euroobligacji będą mniejsze niż w przypadku wariantów 1 i 2. Kryzys zadłużenia może być zaledwie opanowany.</li> <li>– Euroobligacje o gwarancjach indywidualnych, ale niesolidarnych miałyby w najlepszym przypadku przeciętną jakość kredytową, w związku z tym Komisja proponuje poprawienie jakości kredytowej, w szczególności poprzez zabezpieczenie ich złotem, gotówką lub akcjami w przedsiębiorstwach publicznych, a także poprzez przeznaczenie na obsługę euroobligacji przychodów z określonego podatku.</li> <li>– Wprowadzenie wariantu jest możliwe szybko, gdyż zmiany w traktatach nie są konieczne.</li> </ul>
---	--

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Zielona Księga w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych. Komisja Europejska, Bruksela, 23.11.2011, s. 14-23.

Komisja Europejska podkreśla, że wspólna emisja obligacji<sup>9</sup>:

- mogłyby złagodzić obecny kryzys związany z długiem państwowym, ponieważ kraje strefy euro z wysokimi kosztami obsługi zadłużenia mogłyby skorzystać na wysokiej wiarygodności kredytowej krajów, których obligacje mają niską rentowność,
- przyczyniłyby się do zwiększania odporności systemu finansowego strefy euro na przyszłe niekorzystne wstrząsy, a tym samym do wzmocnienia stabilności finansowej,
- ułatwiłyby transmisję polityki pieniężnej w strefie euro,
- przyczyniłyby się do poprawy efektywności rynku obligacji państwowych w strefie euro oraz szerszego systemu finansowego strefy euro,
- wpłynęłyby na wzmocnienie pozycji euro w światowym systemie finansowym.

Obligacje stabilnościowe mogłyby przynieść znaczne korzyści pod względem stabilności finansowej i efektywności gospodarczej, ale konieczne jest wyeliminowanie pewnych zagrożeń (wad) tego rozwiązania. Nie ma wątpliwości,

<sup>9</sup> Zielona Księga w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych. Komisja Europejska, Bruksela, 23.11.2011, s. 5-9.

że euroobligacje niosą ze sobą „pokusę nadużycia”, której usunięcie m.in. zgodnie z oczekiwanymi przez Komisję mechanizmami politycznymi (proponowane zwiększenie nadzoru nad przestrzeganiem dyscypliny budżetowej i przypadkami nierównowagi makroekonomicznej) jest niemożliwe, ponieważ sankcje mogą zostać podważone lub opóźnione w wyniku wprowadzania wyjątków lub politycznych układów. Powyższą sytuację pokazują doświadczenia stosowania Paktu Stabilności i Wzrostu. Należy także podkreślić, że kraje, którym groziłaby sankcja, mogłyby zagrozić zawieszeniem spłacania wierzytelności z tytułu obligacji stabilnościowych. Komisja wprawdzie zakłada wprowadzenie instytucji i narzędzi służących ingerowaniu w krajowe budżety, ale czy te instytucje będą w rzeczywistości przejawiały chęć i będą w stanie wykorzystać swe uprawnienia bez oglądania się na wewnętrzne reperkusje polityczne? Warto także zwrócić uwagę, że emisja obligacji stabilnościowych może osłabić dyscyplinę rynkową oraz zapal do reform, ponieważ można się spodziewać, że zysk z mniejszego oprocentowania zostanie skonsumowany, a niezbędne reformy nie zostaną podjęte. Obecnie wiele państw strefy euro musi podjąć reformy, których zaniechały przed wprowadzeniem lub po wprowadzeniu euro. Zmniejszenie presji na reformy towarzyszące pomysłowi euroobligacji będzie oznaczać, że strefa euro nadal będzie cierpieć na nierównowagę makroekonomiczną i brak dyscypliny budżetowej, a w długim okresie te problemy będą jeszcze narastały.

Obligacje stabilnościowe powinny mieć wysoką jakość kredytową, aby zostały przyjęte przez inwestorów i państwa strefy euro. Jednakże ze względu na niezdecydowane i spóźnione działania polityczne niepewność jest obecnie tak duża, że nawet euroobligacje objęte gwarancjami solidarnymi prawdopodobnie nie spotkają się w najbliższej przyszłości z popytem, na jaki mogłyby liczyć jeszcze kilka miesięcy temu.

Warto także podkreślić, że zgodność z postanowieniami Traktatu UE miałaby zasadnicze znaczenie dla zapewnienia pomyślnego wprowadzenia obligacji stabilnościowych. Warianty 1 i 2 są sprzeczne z postanowieniami TFUE i związku z tym niezbędna jest zmiana (nowelizacja) Traktatu, zwłaszcza art. 125, w którym państwom członkowskim zakazano przejmowania zobowiązań innego państwa członkowskiego. Tym samym emisja obligacji stabilnościowych objęta gwarancjami solidarnymi z założenia prowadziłaby do sytuacji, w której naruszony zostałby zakaz przejmowania zobowiązań. W świetle obowiązujących postanowień Traktatu możliwa byłaby natomiast emisja obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi.

## Podsumowanie

Pomysł wprowadzenia obligacji stabilnościowych jest jednym ze sposobów finansowania pożyczkowych potrzeb instytucji rządowych i samorządowych strefy euro. Jednak obserwując proces integracji gospodarczej i walutowej w Europie oraz doświadczenia budżetowe można stwierdzić, że zwiększenie płynności za pomocą obligacji stabilnościowych nie jest optymalnym rozwiązaniem, ponieważ ich emisja nie będzie efektem integracji gospodarczej i budżetowej, a jedynie sposobem tańszego pozyskania środków. Poza tym rodzi pokusę nadużycia w wyniku ponoszenia ryzyka kredytowego przez wszystkie kraje strefy euro, a decyzją polityków może się nie dać przed nią uchronić. Emisja wspólnych obligacji rodzi także kwestię częściowej utraty suwerenności państwowej w zakresie budżetowania. W związku z tą emisją konieczne będzie wzmocnienie nadzoru fiskalnego, przede wszystkim na poziomie planowania budżetów przez kraje oraz w zakresie budżetowania. Można się spodziewać, że emisja euroobligacji w celu pozyskania środków na obsługę długu może spowodować liczne spięcia i osłabić dalszą integrację, gdyż kraje strefy euro różnią się między sobą stopniem rozwoju, konkurencyjnością, a przede wszystkim mentalnością obywateli.

## Literatura

- Baran B.: Obligacje stabilnościowe jako instrument łagodzący kryzys zadłużeniowy w unii walutowej – spojrzenie krytyczne. W: Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej. Dokąd zmierza strefa euro? Red. K. Opolski, J. Górski. Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2012.
- Delpla J., von Weizsacker J.: The Blue Bond Proposal. Bruegel Policy Briefs 420. Bruegel, Brussels 2010.
- Dübel H.-J.: Partial Sovereign Bond Insurance by the Eurozone: A More Efficient Alternative to Blue (Euro-)Bonds. CEPS Policy Brief No. 252.
- Issing O.: Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea. „White Paper” No. 3, Center for Financial Studies, Frankfurt 2009.
- Jones E.: A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard. ISPI Policy Brief, No. 180, March 2010.
- Juncker J.C., Tremonti G.: Stability Bonds Would end the Crisis. „The Financial Times”, December 2010.

- Kulas M., Hofmann I.: EU Green Paper, Eurobonds. CEP Policy Brief No. 2012-04 of 23 January 2012.
- Mitrega-Niestrój K., Puszer B.: Rynek obligacji i akcji w Unii Europejskiej a bariery utrudniające integrację europejskiego rynku finansowego. W: Rynki kapitałowe. Red. W. Bień. Kolegium Zarządzania i Finansów, SGH, Warszawa 2005.
- „Monthly Bulletin”, ECB, March 2004.
- „Monthly Bulletin”, ECB, March 2006.
- „Monthly Bulletin”, ECB, March 2008.
- „Monthly Bulletin”, ECB, March 2012.
- „Monthly Bulletin”, ECB, March 2013.
- Morgan J.P.: Designing and Pricing the Gold-plated Stability Bond. Global Fixed Income Markets Weekly, August 2011.
- Puszer B.: Rynek obligacji w Unii Europejskiej. W: Euro a jednolity europejski rynek finansowy. Cz. 1. Red. J. Żabińska. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2003.
- Puszer B.: Rynek obligacji w Unii Europejskiej – stan obecny i perspektywy jego rozwoju. W: Wybrane zagadnienia współczesnych finansów. „Acta Economica” nr 1, Wyższa Szkoła Bankowości i Finansów w Katowicach, Katowice 2012.
- Raport roczny 2008. ECB 2009.
- Report on Co-ordinator Insurance of Public Debt in the Euro Area. Giovannini Group, November 2000.
- Zielona Księga w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych. Komisja Europejska, Bruksela, 23.11.2011.

## **STABILITY BONDS AS A INSTRUMENT OF FINANCING THE BORROWING NEEDS OF THE PUBLIC SECTOR IN THE EURO AREA**

### **Summary**

Lessons learned from the period of the euro area fiscal policy, especially the last global financial crisis prompted the European Union to seek new institutions and instruments. In terms of instruments appeared (in November 2011), the concept issue of Stability Bonds (Eurobonds). The Stability Bonds are sovereign bonds issued by Member States of the euro area through a common debt management office. Thereupon, the debt management office distributes the proceeds to Member States. The Commission presents three options for the implementation of Eurobonds and puts up for discussion the related pros and cons. With regard to the pros it mentions in particular the alleviation of the current

debt crisis, the stabilisation of the banking system and the increased liquidity of the government bonds market. With regard to the cons it mentions the reduced incentives for budgetary discipline. For instance, Member States can run up debts at the expense of the budgetary discipline of other Member States, without this having an affect on their financing costs. The aim of this paper is to attempt to assess the development of the public debt in the euro area and the relevance of the issue and the potential consequences of Stability Bonds.