

Kamilla Marchewka-Bartkowiak\*

## W kierunku integracji długu publicznego strefy euro

**Integration of the eurozone public debt:** The article presents selected concepts related to integration of government debt of Economic and Monetary Union (EMU) member states by issuing common bonds. In order to evaluate the possible implementation and value of eurozone bonds, the author applies two methods. The first one is cost and benefits analysis (CBA), the second is simulations based on historical data on government debt sourced from Eurostat. Next, the author discusses solutions already implemented and prospects for changes.

**Słowa kluczowe:** dług publiczny, obligacje strefy euro, Unia Gospodarcza i Walutowa, Europejski Mechanizm Stabilizacyjny, inżynieria finansowa  
**Keywords:** government debt, eurozone (common) bonds, Economic and Monetary Union, European Stability Mechanism, financial engineering

\* Profesor nadzwyczajny UEP, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, specjalista ds. finansów publicznych BAS • e-mail: kamilla.marchewka-bartkowiak@sejm.gov.pl • <https://orcid.org/0000-0001-5703-4189>

### Wstęp

W koncepcji utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) przyjęto założenie, że jednym z warunków powodzenia tego politycznego projektu jest zmiana podejścia do prowadzenia polityki fiskalnej przez kraje członkowskie. Instytucjonalnym wsparciem tego założenia były zawarte w traktacie z Maastricht kryteria fiskalne dotyczące deficytu oraz zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government*). Jednak już w 1996 r. było wiadomo, że jednym z największych problemów dla krajów kandydujących do strefy euro będzie wypełnienie kryterium długu, czyli maksymalnego limitu ustalonego na poziomie 60% PKB. W tej sytuacji rozwiązaniem formalnym miało być ustanowienie Paktu stabilności i wzrostu (PSW), który wprowadzał zarówno procedury zabezpieczające, jak i sanacyjne (tabela 1).

**Tabela 1. Rozwiązania dotyczące polityki budżetowej zastosowane w strefie euro po 1999 r.**

Reguły budżetowe	Procedury budżetowe	Rozwiązania instytucjonalne
Kryteria fiskalne – traktat z Maastricht	Procedura nadmiernego deficytu – PSW	Komisja Europejska nadzoruje realizację reguł fiskalnych

Źródło: na podstawie prawodawstwa unijnego.

Większość długu publicznego krajów członkowskich strefy euro stanowią obligacje skarbowe denominowane we wspólnej walucie. Stąd efekty jakichkolwiek problemów finansowych na poziomie krajowym, skupiając się na budżetach publicznych, „rozlewają się” na rynek całego długu denominowanego w euro, a tym samym mają swoje konsekwencje w zmianach stóp procentowych i kursu walutowego. Powiązania te stają się szczególnie niebezpieczne w okresie destabilizacji rynkowej wywołanej kryzysem finansowym. Obecnie już wiadomo, że traktatowo ustanowiona w strefie euro zasada koordynacji krajowych polityk budżetowych opartych tylko na zapisach PSW jest niewystarczająca. Należy jednak zauważyć, że wnioski takie pojawiały się zaraz po utworzeniu strefy euro. Paul Temperton podkreślał, że: *biorąc pod uwagę ciężar, który spada na politykę fiskalną, swoboda działania zapewniona przez Pakt o Stabilizacji i Wzroście jest o wiele za mała. Sugeruje to, że cele Paktu będą dosyć często łamane*<sup>1</sup>. Podobnie Paul de Grauwe stwierdzał: *Pakt nazbyt podkreśla potrzebę ścisłych zasad budżetowych kosztem stopnia ich elastyczności. Taka sytuacja tworzy ryzyko pomniejszenia zdolności budżetu krajowego w odgrywaniu roli automatycznego stabilizatora gospodarki w czasie recesji, co tym samym intensyfikuje jego skutki*<sup>2</sup>.

W następnych latach w wielu krajach UGW dług publiczny narastał, co związane było z przekraczaniem przez kolejne państwa nałożonego limitu dotyczącego relacji deficytu do PKB. W 2005 r. wprowadzono zatem nową regułę budżetową (*medium term objective*, MTO), zgodnie z którą powstał obowiązek monitorowania nie tylko corocznego salda budżetowego, ale także tzw. salda strukturalnego. Przełomem w zmianie podejścia instytucjonalnego stał się jednak kryzys finansowy, który wymusił bardziej gruntowną reformę polityki fiskalnej. Zaproponowane od 2010 r. zmiany rozszerzyły zdecydowanie zarówno zakres reguł budżetowych, procedur nadzoru na krajowymi finansami publicznymi, jak też rozwiązań organizacyjnych (powołano nowe instytucje krajowe i europejskie).

W tabeli 2 wskazano najważniejsze elementy reformy, które w większości miały na celu ograniczenie gwałtownego wzrostu długu publicznego, który dotyczył przede wszystkim państw członkowskich Unii Gospodarczej i Walutowej (wykres 1). Ewolucja zmian instytucjonalnych (reguły, procedury, instytucje)

<sup>1</sup> P. Temperton, *Euro – wspólna waluta*, Felberg Sja, Warszawa 2001, s. 66.

<sup>2</sup> P. de Grauwe, *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2000, s. 234.

może zatem wskazywać, że kończą się już pomysły na przeciwdziałanie kolejnym problemom finansowym i konieczne stanie się podjęcie politycznej decyzji o pełnej integracji finansowej strefy euro.

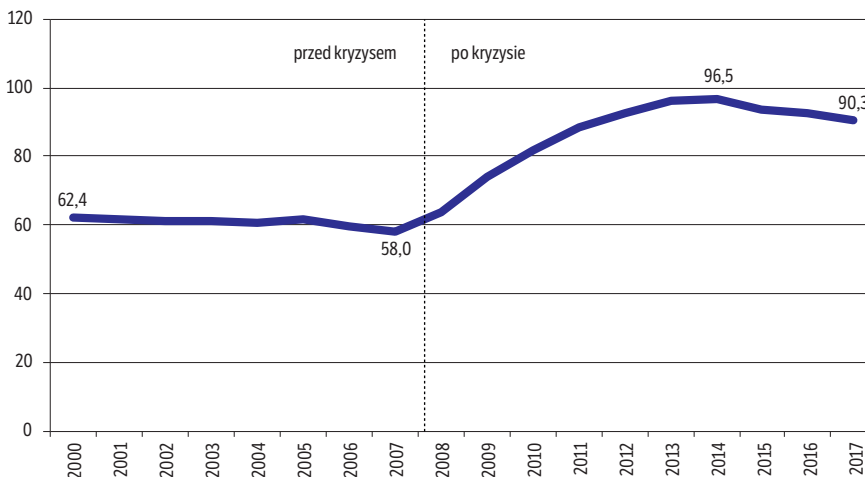
**Tabela 2. Rozwiązania dotyczące polityki budżetowej wprowadzone przez kolejne reformy**

Reguły budżetowe	Procedury budżetowe	Rozwiązania instytucjonalne
<b>Kryteria fiskalne</b>  <b>Reguła MTO</b> (korekta PSW – 2005) – średnioterminowy cel budżetowy  <b>Reguła wydatkowa</b> Reguła tempa zadłużenia (tzw. sześciopak, strefa euro – 2010)  <b>Reguły krajowe</b> (tzw. sześciopak, UE – 2010)  <b>Reguła zrównoważenia salda strukturalnego</b> Pakt fiskalny (strefa euro – 2012)	<b>Procedura nadmiernego deficytu</b> (PSW – 1997)  <b>Semestr europejski</b> (UE – 2010)  <b>Średnioterminowe ramy budżetowe</b> (tzw. sześciopak, UE – 2010)  <b>Wspólny harmonogram procesu budżetowego</b> (tzw. dwupak, strefa euro – 2013)	<b>Komisja Europejska</b> nadzoruje realizację reguł fiskalnych  <b>Niezależne instytucje fiskalne</b> oraz <b>Europejska Rada Fiskalna</b> (strefa euro i UE od 2010)  <b>Europejski Instrument Stabilności Finansowej</b> (2010)  <b>Europejski Mechanizm Stabilności</b> (2013)

Źródło: na podstawie prawodawstwa unijnego.

**Wykres 1. Dług publiczny w strefie euro**

(% w relacji do PKB)



Źródło: na podstawie danych Eurostatu, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

Celem artykułu jest analiza najważniejszych koncepcji tzw. obligacji strefy euro, które pojawiły się w opracowaniach naukowych, projektach legislacyjnych, a także zostały wdrożone w praktyce. W pierwszej części autorka wykorzystowała analizę korzyści i kosztów (*cost and benefit analysis*) do oceny najważniejszych koncepcji teoretycznych i aplikacyjnych. Powyższa analiza uzupełniona zostanie empiryczną symulacją wybranych rozwiązań z wykorzystaniem danych Eurostatu z bazy GFS (*Government Finance Statistics*), dotyczących długu publicznego krajów strefy<sup>3</sup>, w celu wskazania na potencjalną, przybliżoną wartość wspólnych instrumentów obligacyjnych w sytuacji ich rzeczywistego wdrożenia. W ostatniej części artykułu autorka dokonała podsumowania i oceny zaprezentowanych rozwiązań.

## Dyskusje na temat procesu integracji długu i wspólnej obligacji strefy euro

Omawiając koncepcję obligacji strefy euro, należy pamiętać, że pierwsze pomysły na wprowadzenie w życie tzw. euroobligacji (*eurobonds*) lub, inaczej, unijnych obligacji (*union bonds*) emitowanych wspólnie przez państwa członkowskie Wspólnoty Europejskiej pojawiły się już w latach 70. Idea ta została formalnie zawarta m.in. w tzw. raporcie Spinnelli'ego przyjętym przez Parlament Europejski w 1981 r. oraz w tzw. białej księdze komisji Delorsa na temat wzrostu, konkurencyjności i zatrudnienia z roku 1993<sup>4</sup>. Proponowane rozwiązanie miało mieć charakter uzupełniającej formy finansowania państw członkowskich w stosunku do pożyczek Europejskiego Banku Inwestycyjnego.

Do tematu powrócono także w trakcie intensywnych przygotowań krajów kandydujących do wejścia w 1999 r. do strefy euro. Pod koniec lat 90. powstał raport Grupy Giovanniniego<sup>5</sup> opracowany na zlecenie Komisji Europejskiej, w którym skupiono się głównie na kwestiach przyszłej koordynacji emisji długu publicznego w strefie euro oraz roli wspólnej obligacji strefy euro na międzynarodowym rynku finansowym. W raporcie tym zwrócono uwagę na dwie główne przyczyny fragmentaryzacji i perspektyw rozwoju rynku długu publicznego po wprowadzeniu wspólnej waluty, jakimi są jego wielkość i struktura, w szczególności w obliczu zewnętrznej konkurencji międzynarodowej, oraz znaczna rozpiętość (*spread*) stóp dochodowości, która będzie miała wpływ na konkurencyjność wewnętrzną na rynku długu UGW. W ocenie autorów raportu euro-

<sup>3</sup> Analizie poddano 12 państw strefy euro: Austrię, Belgię, Finlandię, Francję, Grecję, Hiszpanię, Holandię, Irlandię, Luksemburg, Niemcy, Portugalię, Włochy. Dane dotyczące Grecji obejmują okres od 2000 r.

<sup>4</sup> *Eurobonds: concepts and implications*, European Parliament, PE 457.357, March 2011, s. 24.

<sup>5</sup> *Coordinated public debt issuance in the euro area*, report of the Giovannini Group, EFC European Commission, Brussels, November 2000.

obligacja przyczyniłaby się zatem do zwiększenia integracji, konkurencyjności oraz likwidacji ryzyka płynności analizowanego segmentu rynku finansowego, tym samym niższych kosztów obsługi. Propozycja euroobligacji jako wspólnego instrumentu długu (*joint debt instrument*) emitowanego przez specjalnie powołaną do tego europejską instytucję (agencję) zawarte w przywołanym raporcie (jako jedna z trzech) znalazła się w centrum dalszej dyskusji<sup>6</sup>.

Kryzys finansowy z 2008 r. wyraźnie rozszerzył argumentację dotyczącą istotności koncepcji wspólnego długu i euroobligacji o konsekwencje obejmujące bezpieczeństwo finansowe strefy euro, szczególnie w obliczu braku możliwości bezpośredniego zaciągania długu w budżecie unijnym (zakaz traktatowy), jak i ograniczonych możliwości finansowania w przypadku budżetów narodowych (unijne reguły budżetowe). W tym zakresie dyskusje skupiły się również na analizach takich kwestii, jak stworzenie bezpiecznego aktywów (*safe asset*) oraz benchmarku rynkowego (*safe-haven benchmark*) dla państw powiązanych wspólną walutą, efektu zarażenia (*contagion effect*), przyczyn rozprzestrzeniania się kryzysu (*crisis propagation*), ograniczania pokusy nadużycia (*moral hazard*), zwłaszcza w związku z sytuacją w Grecji<sup>7</sup>. Podjęcie wielu reform antykryzysowych po 2010 r. w strefie euro przyczyniło się do częściowego wykorzystania wniosków z powyższych badań przy tworzeniu pakietów instrumentów wsparcia finansowego dla krajów UGW.

Obecne dyskusje na temat wspólnej obligacji strefy euro, po ponad dekadzie po kryzysie, skupiają się na konieczności utrzymania stabilności finansowej w jak najdłuższym okresie. Warto zatem zwrócić uwagę na dwa ich wątki. Pierwszy dotyczy zmian instytucjonalnych i kompetencyjnych w zakresie powołania Europejskiego Funduszu Walutowego<sup>8</sup> jako instytucji zarządzającej m.in. portfelem obligacji emitowanych w charakterze pomocowym dla rządów państw członkowskich UGW. Drugi wątek pojawił się z kolei przy okazji propozycji

<sup>6</sup> Zob. m.in.: European Primary Dealers Association (EPDA), *A Common European Government Bond*, Discussion Paper, EPDA is an Affiliate of SIFMA (Securities Industry and Financial Market Association), September 2008; *The creation of a common European bond market*, European League for Economic Cooperation Cahier Comte, Boel, No. 14, March 2010; C. Favero, A. Missale, *EU Public Debt Management and Eurobonds*, Brussels, September 2010.

<sup>7</sup> Zob. m.in.: D. Gros, S. Micossi, *A bond-issuing EU stability fund could rescue Europe*, Europe's World 2009; E. Jones, *A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard*, ISPI Policy Brief, No. 180, March 2010; C.A. Favero, A. Missale, *Sovereign spreads in the euro area. Which prospects for a Eurobonds?*, „Economic Policy” 2012, Vol. 27, No 70C; A. Favero, A. Missale, *Contagion in the EMU – The Role of Eurobonds with OMTs*, „Review of Law & Economics” 2016, No 12(3); A. Leandro J. Zettelmeyer, *The Search for a Euro Area Safe Asset*, Peterson Institute for International Economics, March 2018.

<sup>8</sup> Więcej na ten temat w: K. Marchewka-Bartkowiak, *Europejski Fundusz Walutowy – nowa propozycja instytucjonalna i jej ocena*, seria „Analizy BAS” nr 2(148), 2018, <http://www.bas.sejm.gov.pl/analizy.php>.

koncepcji emisji przez sektor prywatny (głównie banki) papierów wartościowych zabezpieczonych obligacjami skarbowymi państw strefy euro (*sovereign bond-backed securities*, SBBS)<sup>9</sup>.

Z powyższej krótkiej prezentacji można wysnuć wniosek, że poglądy na temat roli obligacji strefy euro ewoluowały w czasie, co determinowało także coraz liczniejsze propozycje ich istoty i konstrukcji. Do tej pory w literaturze tematu pojawiło się już kilkanaście różnych propozycji rozwiązań. W artykule szczegółowej analizie i ocenie poddano najważniejsze z nich.

## **Analiza wybranych koncepcji wspólnych obligacji strefy euro**

We wspomnianym wcześniej raporcie Grupy Giovanniniego<sup>10</sup>, powstałym przed utworzeniem strefy euro, wskazano, że łączna wartość emisji długu brutto (wraz z refinansowaniem długu) w krajach UGW wyniosła w 2000 r. ponad 3,3 bln euro, była zatem prawie o 1 bln wyższa niż w Stanach Zjednoczonych (2,3 bln euro). W tym samym czasie analizowany wskaźnik w Japonii wyniósł aż 3,4 bln euro. Dane te wskazywały zatem na wysoką konkurencyjność rynku długu skarbowego państw członkowskich strefy euro, która mogłaby jeszcze wzrosnąć po integracji i wyemitowaniu wspólnej euroobligacji. Argumentem za tym rozwiązaniem było także ujednoczenie stopy dochodowości tych obligacji oraz redukcja fragmentaryzacji rynku skarbowego. W raporcie przedstawiono również takie zalety obligacji UGW, jak: wspólny kalendarz emisji, wysoki wolumen instrumentów oraz płynny rynek. Grupa Giovanniniego wskazała także na dwa warianty konstrukcji wspólnej obligacji strefy euro, tj. jako instrument z krajowymi udziałami w łącznej puli długu lub jednolity instrument dłużny zabezpieczony wspólnymi gwarancjami państw członkowskich.

Obligacja oparta na powyższych propozycjach nie została jednak wdrożona w praktyce od początku funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej. Dlatego obecnie można już tylko przypuszczać, że gdyby jednak konstrukcja taka powstała, zapewne inaczej wyglądałyby skutki kryzysu finansowego z 2008 r. w Europie. Kryzys ten spowodował jednak kontynuację tematu i wręcz eksplozję pomysłów na temat wdrożenia euroobligacji.

Najczęściej przytaczana jest koncepcja tzw. obligacji stabilnościowych (*stability bonds*)<sup>11</sup>. Propozycja ta znalazła swoje odzwierciedlenie w podstawie

---

<sup>9</sup> *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on sovereign bond-backed securities*, COM(2018) 339 final.

<sup>10</sup> *Coordinated public debt issuance in the euro area*, *op. cit.*

<sup>11</sup> Koncepcja powstała na podstawie m.in. P. de Grauwe, P. Moesen, *Gains for all: a proposal for a common euro bond*, CEPS Commentary, April 2009, oraz J. Delpha, J. von Weizsacker, *Eurobonds: the blue bond concept and its implications*, „Bruegel Policy Contribution” 2011, No 2.

legislacyjnej, tj. zielonej księdze Komisji Europejskiej<sup>12</sup>. W dokumencie tym wskazano na trzy możliwe warianty rozwiązań, tj. wariant pełnego zastąpienia długu państw UGW wspólnym instrumentem finansowym oraz dwa warianty częściowego zastąpienia obligacji skarbowych i ich podziału na dwa typy zgodnie z odpowiednią formułą ich zabezpieczenia w postaci gwarancji państw członkowskich (solidarnej lub indywidualnej).

W tabeli 3 przedstawiono analizę korzyści i kosztów przeprowadzoną przez autorkę na bazie najbardziej radykalnego, pierwszego wariantu przedmiotowej koncepcji.

**Tabela 3. Analiza korzyści i kosztów dla obligacji stabilnościowych (pełna integracja)**

Konstrukcja obligacji	Korzyści	Koszty
Całkowite zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnościowymi udzielonymi przez państwa strefy euro	<p>Relatywnie najbardziej przejrzyste rozwiązanie</p> <p>Rezygnacja z emisji krajowych obligacji skarbowych</p> <p>Jednorodny rynek obligacji w euro (wysoka płynność, niska premia za ryzyko), wysoce konkurencyjny dla rynku obligacji dolarowych</p> <p>Zapewnienie pełnego refinansowania długu dla państw członkowskich</p> <p>Jedna obligacja referencyjna dla całego rynku instrumentów dłużnych w euro</p> <p>Wysoki rating wspólnych obligacji</p> <p>Zwiększenie odporności systemu finansowego i możliwa poprawa efektywności polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego</p> <p>Stworzenie europejskiej agencji ds. zarządzania długiem w strefie euro</p>	<p>Wymagane zmiany traktatowe</p> <p>Wysokie ryzyko pokusy nadużycia związane z mechanizmem gwarancji solidarnych</p> <p>Konieczność stworzenia nowego mechanizmu dyscyplinującego wysokość potrzeb pożyczkowych państw członkowskich</p> <p>Możliwe wyższe koszty obsługi długu dla wybranych krajów (np. Niemiec)</p> <p>Konieczność podziału długu sektora instytucji rządowych i samorządowych (wyłączenie długu lokalnego poza emisje obligacji stabilnościowych)</p>

Źródło: na podstawie *Zielona księga w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych*, COM(2011) 818.

Zakładając zatem, że obligacje stabilnościowe w przedstawionej konstrukcji wchodzi w życie w 2010 r.<sup>13</sup> (zastępują dług krajowy państw UGW), należy zauważyć, że ich wartość nominalna wyniosłaby ok. 8 bln euro<sup>14</sup>. Oznacza to,

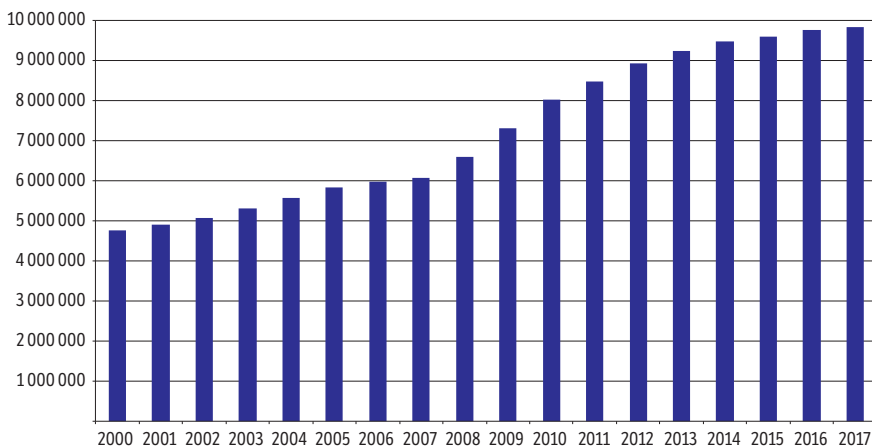
<sup>12</sup> *Zielona księga w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych*, COM(2011) 818.

<sup>13</sup> W celach porównawczych z innymi koncepcjami wartość nominalna długu została przeliczona dla całego analizowanego okresu, tj. 2000–2017.

<sup>14</sup> Przy założeniu, że inne wielkości nie ulegają zmianie (*ceteris paribus*) oraz udział obligacji skarbowych w długu publicznym wynosi średnio od 90% do 95%. Wartość nominalna długu nie uwzględnia odsetek.

że łączna wartość emisji byłaby prawie dwa razy wyższa niż w przypadku rozważanym w raporcie Grupy Giovanniego dotyczącym wprowadzenia obligacji wspólnej na rynek zaraz po roku 2000<sup>15</sup>.

**Wykres 2. Wartość nominalna długu strefy euro w przypadku pełnej integracji obligacji**  
(w mln euro)



Źródło: jak pod wykresem 1.

W kolejnych latach emisje wzrastałyby dalej, osiągając poziom 9,8 bln euro w 2017 r. Warto także zwrócić uwagę, iż w tym samym okresie (tj. po 2010 r.) dług w USA wyniósł już w wartościach nominalnych 20,4 bln dolarów US<sup>16</sup>, czyli w przybliżeniu dwa razy więcej niż wspólny dług państw UGW<sup>17</sup>. Z kolei w Japonii zanotowano wzrost zadłużenia do 11,4 bln dolarów US.

Jak wspomniano wyżej, to relatywnie najprostsze i najbardziej przejrzyste technicznie rozwiązanie, jakim jest pełne „uwspólnienie długu”, wiązałoby się z koniecznością odejścia od traktatowego zapisu dotyczącego zakazu przyjmowania odpowiedzialności państw członkowskich i całej Unii za zobowiązania innych rządów. Ten argument spowodował otwarcie dyskusji na temat innych konstrukcji wspólnych obligacji strefy euro opartych na zróżnicowanych mechanizmach transzowania (czyli podziału długu).

<sup>15</sup> Po cenach z 2018 r. dług strefy euro wyniósł 4,7 bln euro, co wpływa na różnicę w kwocie emisji wskazanej w raporcie Giovanniego.

<sup>16</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN>.

<sup>17</sup> Przy założeniu przybliżonej relacji kursowej euro/dolar US równej 1. Autorka przyjmuje to założenie w celu wskazania relatywnej zmiany wartości rynku długu skarbowego w analizowanych krajach.



Jedną z takich propozycji zawarto we wspomnianej wyżej zielonej księdze. Analiza kosztów i korzyści propozycji wprowadzenia w życie koncepcji tzw. obligacji niebiesko-czerwonej zawarta została w tabeli 4.

**Tabela 4. Analiza korzyści i kosztów dla obligacji niebiesko-czerwonych**

Konstrukcja obligacji	Korzyści	Koszty
<p>Częściowe zastąpienie obligacji krajowych („obligacje czerwone”) emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami („obligacje niebieskie”)</p> <p>Dwie opcje gwarancyjne: 1. opcja gwarancji solidarnościowych 2. opcja gwarancji indywidualnych</p> <p>Integracja długu na bazie wspólnej obligacji w części długu poniżej kryterium unijnego (60% PKB)</p>	<p>Wspólne obligacje mają charakter dominujący, jako transza zasadnicza, obligacje krajowe stanowiłyby transzę podporządkowaną</p> <p>Obligacje mogą być zabezpieczone gwarancjami (opcja zabezpieczenia solidarnościowego)</p> <p>Relatywnie niższe oprocentowanie wspólnych obligacji</p> <p>Częściowe ograniczenie ryzyka systemowego i finansowego</p> <p>Niskie ryzyko braku płynności rynku</p> <p>Niewymagane zmiany traktatowe – wykorzystanie dopuszczalnych gwarancji finansowych</p> <p>Wiarygodny instrument w warunkach kryzysu</p>	<p>Dodatkowy segment rynku obligacji skarbowych</p> <p>Możliwość kwestionowania mechanizmu opartego na kryterium unijnym</p> <p>Trudności z dokładnym wyliczeniem potrzeb pożyczkowych poszczególnych krajów</p> <p>Konieczność modyfikacji definicji długu ze względów finansowych i rachunkowych</p> <p>Konieczność stworzenia instytucji (agencji) zarządzającej obligacjami wspólnymi na poziomie ponadnarodowym i koordynacji działań z zarządzającymi długiem krajowym państw członkowskich</p>

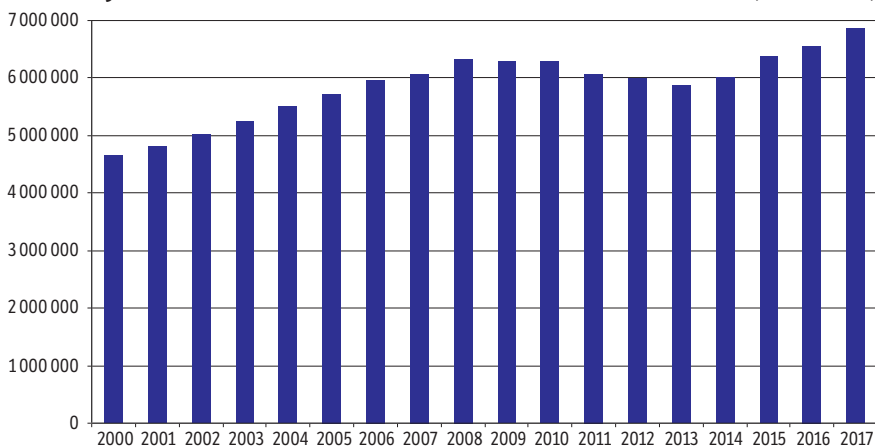
Źródło: jak pod tabelą 3.

Opisana konstrukcja obligacji strefy euro różni się od wariantu radykalnego przede wszystkim wprowadzeniem dwóch transz zastąpienia, tj. transzy dominującej („obligacje niebieskie”) oraz transzy podporządkowywanej (krajowe „obligacje czerwone”). Celem tego mechanizmu jest integracja tylko części długu, która wypełnia ograniczenia traktatowe (kryterium długu – 60% PKB). Pozostałe potrzeby pożyczkowe państw członkowskich UGW musiałyby być finansowane obligacjami krajowymi, czyli instrumentami relatywnie „gorszej jakości”. Analiza symulacji tak skonstruowanych emisji wskazuje zatem, że wartość nominalna długu zastąpionego wspólnymi obligacjami (niebieskimi) w okresie ewentualnego ich wdrożenia, tj. po 2012 r.<sup>18</sup>, oscyływałaby w granicach 6,2–6,9 bln euro (wykres 3).

Powyzsza konstrukcja obligacji wspólnej, zastępującej dług państw strefy euro przy wykorzystaniu mechanizmu transzowania zależnego od unijnego kryterium zadłużenia, została również zastosowana w innych propozycjach. Warto tutaj wspomnieć o koncepcji „obligacji purpurowych” wysuniętej w 2018 r, w której emisję obligacji wspólnych (podobnej do „obligacji niebieskich”) oparto na regule uzupełniającej zawartej w Pakcie fiskalnym, a dotyczącą tzw. tempa

<sup>18</sup> W celach porównawczych z innymi koncepcjami wartość nominalna długu została przeliczona dla całego analizowanego okresu, tj. 2000–2017.

**Wykres 3. Wartość nominalna długu strefy euro na podstawie obligacji niebiesko-czerwonych** (w mln euro)



Źródło: jak pod wykresem 1.

obniżania długu (reguła pięcioprocentowego rocznego tempa spadku długu publicznego w sytuacji przekroczenia 60% PKB)<sup>19</sup>.

Kolejną istotną propozycją w omawianym zakresie jest konstrukcja tzw. obligacji Funduszu Amortyzacji Zadłużenia (dalej: obligacje FAZ), która znalazła się w komunikacie Komisji z 2012 r.<sup>20</sup>. Analizę korzyści i kosztów tego rozwiązania prezentuje tabela 5.

**Tabela 5. Analiza korzyści i kosztów dla obligacji FAZ**

Konstrukcja obligacji	Korzyści	Koszty
Integracja długu oparta na wspólnej obligacji w części zadłużenia powyżej kryterium unijnego Emisja obligacji FAZ w ramach Funduszu Amortyzacji Zadłużenia	Instrument efektywny dla państw wysoko zadłużonych (powyżej kryterium) Obligacja ograniczająca ryzyko w okresie kryzysu finansowego oparta na solidarnych gwarancjach Relatywnie niższe oprocentowanie w okresie turbulencji finansowych	Konieczność stworzenia mechanizmu ograniczającego występowanie deficytu budżetowego Ryzyko utraty płynności oraz braku rozwoju segmentu rynku wspólnych obligacji w sytuacji zdyscyplinowania polityki budżetowej państw członkowskich Utworzenie nowego rozwiązania instytucjonalnego w postaci Funduszu Amortyzacji Zadłużenia

Źródło: na podstawie komunikatu Komisji, *Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej. Otwarcie debaty europejskiej*, COM(2012) 777.

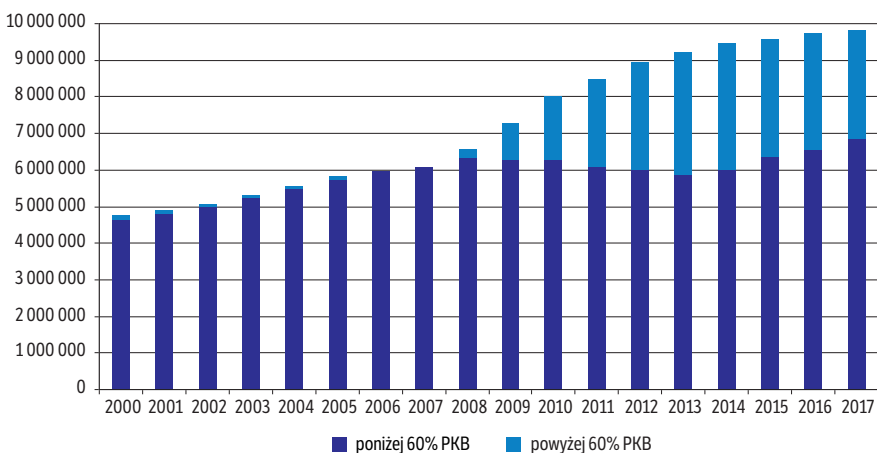
<sup>19</sup> L.B. Smaghi, M. Marcussen, *Strengthening the euro area architecture. A proposal for Purple bonds*, SUERF Policy Note, No 35/2018.

<sup>20</sup> Komunikat Komisji, *Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej. Otwarcie debaty europejskiej*, COM(2012) 777.

Obligacje FAZ wydają się przykładem obligacji wspólnej, której konstrukcja ma głównie na celu ochronę państw członkowskich w okresie kryzysu. Mechanizm ten, jak przedstawiono na wykresie 4, uruchamiany byłby bowiem dopiero w momencie przekroczenia traktatowego kryterium długu (60% PKB). Oznacza to również, że w przypadku utrzymywania dyscypliny fiskalnej przez państwa członkowskie segment tego rynku ulegałby zmniejszeniu lub nawet czasowemu zanikowi. Podobny mechanizm zawarto też w propozycji dotyczącej tzw. obligacji odpowiedzialnych<sup>21</sup>. Różnica między tymi rozwiązaniami dotyczy głównie reguły budżetowej, decydującej o wartości zastąpienia. W tym ostatnim przypadku regułą byłby średnioterminowy cel budżetowy (MTO).

**Wykres 4. Podział długu strefy euro według koncepcji FAZ**

(w mln euro)



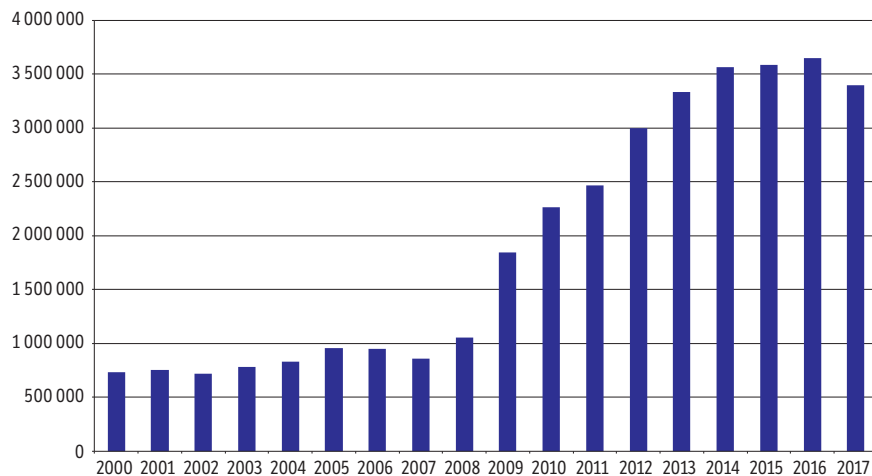
Źródło: jak pod wykresem 1.

Na podstawie danych z wykresu 5 można zakładać, że uwzględniając dane historyczne dotyczące długu strefy euro, najwyższe wartości zastąpienia długu krajowego obligacjami FAZ w analizowanych latach pojawiłyby się zaraz po roku 2013 i wyniosłyby ok. 3,5 bln euro rocznie.

Jednym z istotnych problemów w rozważanej koncepcji obligacji FAZ, mającej charakter systemowego i automatycznego mechanizmu zastąpienia długu w sytuacji niewypełnienia prawnej reguły długu, jest konieczność uwzględnienia sytuacji wyjściowej i podziału ryzyka w poszczególnych państwach członkowskich strefy euro. Jak wynika bowiem z symulacji dla indywidualnych krajów UGW, długoterminowe korzyści z „uwspólnienia długu” byłyby zróż-

<sup>21</sup> C. Fuest, F. Heinemann, *Accountability Bonds – Reconciling Fiscal Policy Based on Market Discipline with Financial Stability*, „EconPol Policy Brief” 2017, Vol. 1, No 3.

**Wykres 5. Wartość nominalna długu strefy euro w przypadku zastosowania obligacji FAZ**  
(w mln euro)



Źródło: jak pod wykresem 1.

nicowane (wykresy zawarte w Załączniku do artykułu) i obejmowałyby stałych beneficjentów z najwyższym udziałem w wartości rozpatrywanej euroobligacji (w analizowanym okresie byłyby to z pewnością Grecja, Belgia i Włochy) oraz kraje, których udział w obligacjach FAZ byłby niewielki lub zerowy, jak Niemcy, Holandia, Finlandia czy też Luksemburg (dla analizowanego okresu).

Na podstawie analiz korzyści i kosztów prezentowanych w literaturze i rozważanych w przedstawionych wyżej projektach aktów prawnych powstała koncepcja obligacji emitowanej przez Europejski Mechanizm Stabilności (dalej: obligacje EMS). Z uwagi na konieczność szybkiej reakcji legislacyjnej, uwzględniającej nałożone już ograniczenia traktatowe, po 2010 r. zdecydowano o dodaniu obligacji EMS do pakietu pomocowego, obejmującego instrumenty pożyczkowe nowo powołanej instytucji europejskiej, mającej gwarancje, a potem udziały państw członkowskich strefy euro.

Emisja obligacji EMS rozpoczęła działalność Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej (EISF) utworzonego w 2010 r. Instytucja ta powstała jako spółka działająca na podstawie prawa luksemburskiego z wykorzystaniem kapitału gwarantowanego przez państwa członkowskie UGW. Początkowo tymczasowy charakter jej działalności przekształcony został w instytucję o długoterminowych i unijnych podstawach prawnych. Pod koniec 2012 r. został bowiem powołany, w miejsce EISF, Europejski Mechanizm Stabilności (EMS) oparty na udziałach państw strefy euro. EMS otrzymał maksymalną zdolność pożyczkową na poziomie 500 mld euro (przy 700 mld euro kapitału subskry-

bowanego, w tym 620 mld euro kapitału płatnego na żądanie) do wykorzystania za pomocą instrumentów dłużnych (w tym obligacji, a także dodatkowo bonów<sup>22</sup>). Obligacje EMS mają obecnie najwyższą ocenę agencji ratingowych i dedykowane są tylko dla państw mających trudności z zaciąganiem długu w okresach nadzwyczajnych (np. kryzys finansowy). Obligacje emitowane są na rachunek EMS i zgodnie z decyzją Eurostatu nie są wliczane do długu kraju, objętego programem emisji<sup>23</sup>. Analizę korzyści i kosztów wdrożenia obligacji EMS prezentuje tabela 6.

**Tabela 6. Analiza korzyści i kosztów dla obligacji EMS**

Konstrukcja obligacji	Korzyści	Koszty
Obligacja gwarantowana instytucjonalnie przez EMS, posiadający obecnie udziały państw strefy euro	Instrument dedykowany finansowaniu pomocowemu dla państw strefy euro Możliwość obniżenia poziomu długu, dzięki statystycznemu i rachunkowemu wyłączeniu obligacji EMS ze struktury zadłużenia krajowego Możliwość emisji instrumentu o wysokiej wiarygodności, szczególnie istotna w okresie kryzysu Ustanowienie nowego segmentu rynku i stworzenie podstaw do ewentualnego rozwoju rynku obligacji strefy euro w kontekście koncepcji zmian systemowych	Ryzyko fiskalne dla krajów członkowskich strefy euro związane z koniecznością dokapitalizowania EMS w sytuacjach kryzysowych Ryzyko związane z koniecznością wykupu gwarantowanych obligacji EMS w sytuacji utraty płynności przez EMS Ryzyko tworzenia odrębnej piramidy zadłużenia, szczególnie w sytuacji zwiększonego zapotrzebowania na finansowanie z EMS

Programami finansowania z wykorzystaniem obligacji EMS dotychczas zostały objęte: Irlandia, Grecja, Portugalia, Hiszpania i Cypr. Najwyższy poziom zadłużenia w obligacjach EMS w analizowanym okresie wystąpił w 2013 r. i wyniósł 68 mld euro (wykres 6). Jest to zatem wartość obligacji nieporównywalnie niższa od prezentowanych wyżej poziomów według koncepcji teoretycznych, gdzie wartość nominalna długu kształtowała się od 3,5 bln euro dla obligacji FAZ do prawie 10 bln euro w potencjalnej emisji obligacji stabilnościowych.

Ostatnią z analizowanych w artykule koncepcji jest propozycja stworzenia europejskich obligacji bezpiecznych (*European Safe Bonds, ESBies*)<sup>24</sup>. Łączy ona

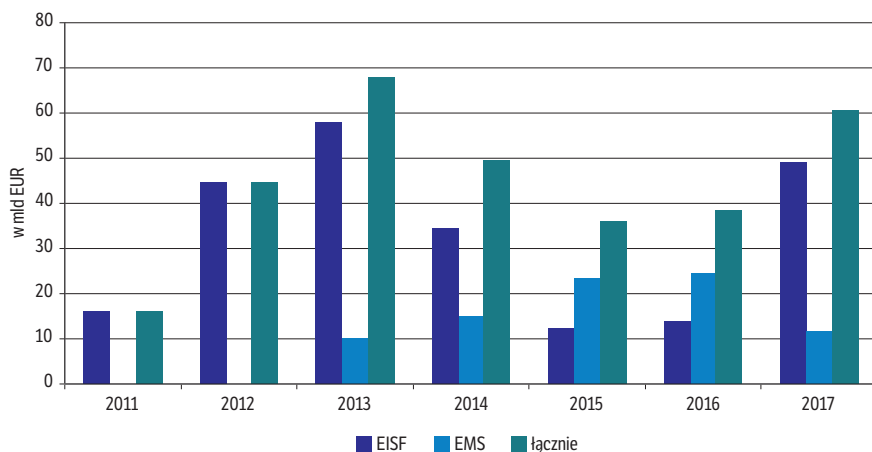
<sup>22</sup> Należy też dodać, że emisja obligacji EMS stanowi część finansowania udzielonego przez wspomniane instytucje. Łączne zobowiązania w ramach uruchamianej pomocy wspólnych instytucji pożyczkowych (EISF oraz EMS) objęły również inne formy pożyczek udzielonych przede wszystkim w początkowym okresie uruchomienia pakietu pomocowego.

<sup>23</sup> *Decision of Eurostat on deficit and debt. Statistical classification of the European Stability Mechanism*, European Commission, 31 January 2013.

<sup>24</sup> Pierwotna wersja tej koncepcji opracowana została w 2011 r. i zawarta w: *European Safe Bonds (ESBies)*, <https://personal.lse.ac.uk/vayanos/Euromonics/ESBies.pdf>, kolejne wersje pojawiły się w 2016 oraz 2017 r.

Wykres 6. Obligacje EMS emitowane przez EISF i EMS

(w mld euro)



Źródło: na podstawie danych EMS, esm.europa.eu.

elementy konstrukcji poprzednich rozwiązań, w tym proces transzowania, oraz powołanie odrębnego podmiotu (agencji) zarządzającego wspólnym długiem. Jednak głównym założeniem odróżniającym ją od pozostałych jest cel emisji ESBies, jakim byłoby przede wszystkim ograniczenie efektu tzw. diabolicznej pętli (*diabolic loop*) pomiędzy potrzebami sektora bankowego (lub szerzej finansowego) a pomocą finansową rządów w sytuacjach kryzysowych. Efekt ten wynika z powiązań ekonomiczno-politycznych i założenia, że wiele instytucji finansowych współcześnie jest zbyt dużych, by upaść (*too big too fail*), nie stwarzając zagrożenia dla rynku i gospodarki wielu państw. Podstawą zatem osiągnięcia tego celu jest zbudowanie bezpiecznego aktywów rynkowego oraz bilansowego dla instytucji finansowych.

Konstrukcja obligacji bezpiecznych w swojej pierwotnej wersji opiera się na procesie sekurytyzacji, czyli emisji wspólnych obligacji strefy euro, których zabezpieczeniem spłaty są skupione wcześniej przez specjalnie utworzoną Europejską Agencję ds. Długu krajowe obligacje skarbowe (według określonej wagi lub np. udziałów w PKB albo kapitale EBC), a następnie sprzedawane inwestorom rynkowym w formie transz. Obligacje ESBies stanowiłyby tzw. transzę uprzywilejowaną (*senior safe tranche*) z najwyższym poziomem wiarygodności, z kolei obligacje ESBies sprzedawane byłyby jako transza podporządkowana (*junior tranche*) na pokrycie ewentualnych strat w portfelu bazowym. Autorzy koncepcji proponowali emisję poszczególnych transz odpowiednio w proporcji 70%:30%, co gwarantowałoby obniżenie ryzyka krajowego portfeli obligacyjnych instytucji finansowych na rzecz ryzyka strefy euro. Analizę korzyści i kosztów dla obligacji ESBies zaprezentowano w tabeli 7.

**Tabela 7. Analiza korzyści i kosztów dla obligacji ESBies**

Konstrukcja obligacji	Korzyści	Koszty
Obligacja sekurytyzowana, zabezpieczona obligacjami skarbowymi krajów strefy euro, emitowana w dwóch transzach przez specjalnie stworzoną europejską agencję	<p>Dywersyfikacja portfeli obligacyjnych instytucji finansowych (włączenie aktywów o najwyższym poziomie bezpieczeństwa)</p> <p>Stworzenie bezpiecznego, referencyjnego instrumentu dłużnego na rynku finansowym</p> <p>Zwiększenie stabilności finansowej strefy euro oraz ograniczenie powiązań bank-rząd w sytuacjach kryzysowych</p> <p>Rozwój nowego, atrakcyjnego inwestycyjnie segmentu rynku finansowego</p> <p>Brak konieczności zmian traktatowych oraz bezpośredniego uruchamiania wspólnych gwarancji finansowych państw członkowskich</p>	<p>Konstrukcja obligacji relatywnie najbardziej skomplikowana i oparta na wielu zmiennych wskaźnikach</p> <p>Konstrukcja oparta na procesie sekurytyzacji, który był krytykowany jako przyczyna kryzysu finansowego z 2008 r.</p> <p>Kontrowersje dotyczące wpływu obligacji ESBies na płynność segmentu obligacji skarbowych (przez stworzenie segmentu konkurencyjnego)</p>

Powyższa koncepcja została częściowo wykorzystana w propozycji legislacyjnej<sup>25</sup> dotyczącej emisji papierów wartościowych zabezpieczonych obligacjami skarbowymi (SBBS) z 2018 r. Zasadniczą różnicą wprowadzoną w projekcie proponowanej regulacji jest jednak odejście od pomysłu powołania odrębnej europejskiej agencji do emisji wspólnych obligacji strefy euro i oddanie możliwości zabezpieczenia obligacjami skarbowymi<sup>26</sup> papierów dłużnych emitowanych przez szeroko pojęty sektor prywatny (w tym instytucje finansowe). Zmiana ta stanowi zatem odejście od koncepcji obligacji wspólnej na rzecz obligacji o wysokim poziomie uprzywilejowania<sup>27</sup>, której bezpośrednio zobowiązania obciążą emitentów prywatnych. W przedstawionej propozycji zakłada się również zwiększenie bazy inwestorów i popytu na same obligacje skarbowe państw strefy euro (szczególnie mniejszych emitentów) oraz większe uodpornienia tego segmentu na szoki wywołujące zmiany ich stóp dochodowości. W ocenie skutków powyższego projektu wskazano, że rynek papierów SBBS może osiągnąć wielkość 1,5 bln euro (w zależności od przyjętej ostatecznie w regulacji metody transzowania)<sup>28</sup>. Krytycy tej propozycji wskazują jednak na wysokie ryzyko tak sformułowanej koncepcji zarówno z punktu widzenia możliwości utrzymania

<sup>25</sup> *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on sovereign bond-backed securities*, COM(2018) 339 final.

<sup>26</sup> Zabezpieczeniem ma być portfel bazowy obligacji skarbowych państw członkowskich strefy euro dostosowany do konstrukcji SBBS.

<sup>27</sup> Kolejne propozycje obejmują zrównanie traktowania bilansowego (ryzyko, wymogi kapitałowe instytucji finansowych) papierów SBBS (lub ich transzy uprzywilejowanej) z obligacjami skarbowymi, zob. COM(2018) 93 final.

<sup>28</sup> SWD(2018) 252.

stabilności systemowej, jak i wykorzystania obligacji SBBS jako instrumentu antykryzysowego<sup>29</sup>.

## Podsumowanie

Przedstawione koncepcje integracji długu strefy euro, od najbardziej radykalnej – opartej na wspólnej obligacji strefy euro, gwarantowanej solidarnie przez kraje członkowskie, do rozwiązań bazujących na różnych konstrukcjach inżynierii finansowej, wskazują na nadal trwające spory na temat dalszej możliwości zabezpieczenia strefy euro przed ewentualnymi konsekwencjami kolejnego kryzysu. Podejścia co do konstrukcji i celu tworzenia postulowanego rozwiązania systematycznie ulegają zmianie. Warto zatem raz jeszcze podkreślić, że ewolucja założeń w tym zakresie zależała od wielu uwarunkowań, które pokrótce zostały zasygnalizowane w artykule. Cel emisji obligacji strefy euro (inaczej – wspólnych, unijnych czy euroobligacji) ulegał zmianie – od źródła finansowania inwestycji, poprzez konkurencyjny instrument rynkowy, instrument antykryzysowy, po bezpieczne aktywa stabilizujące sektor finansowy w długim terminie.

Jak przedstawiono w artykule, potencjał pożyczkowy w postaci wartości długu strefy euro w zależności od wariantu rozwiązania różni się zasadniczo, przy czym najwyższą wartość wspólnych obligacji osiągnięto by przy wariantcie obligacji stabilnych – solidarnościowych, z kolei systematycznie niższą przy wariantach odgórnie regulowanych, jak w przypadku odpowiednio obligacji niebiesko-czerwonych (zwanych też kolorowymi), FAZ, ESBies oraz ESM. Ze względu na fakt wdrożenia, warto też zwrócić uwagę, że to ostatnie rozwiązanie w odróżnieniu do alternatywnych mechanizmów „uwspólnienia długu” może okazać się niewystarczające w sytuacji, gdyby pomoc wymagana była przez większą liczbę państw UGW, a nawet całej UE. W tym kierunku mogą zmierzać też kolejne, zapowiedziane w 2017 r. reformy ESM<sup>30</sup>, których dokończenie przypadnie w trakcie nowej kadencji Komisji i Parlamentu Europejskiego.

Biorąc zatem pod uwagę przedstawione analizy korzyści i kosztów różnych wariantów rozwiązań wspólnych obligacji, należy wyraźnie podkreślić, że, jak wynika z ostatnich dyskusji na temat obligacji SBBS, tego rodzaju mechanizmy finansowe i ich wdrożenie wymagają zachowania szczególnej rozwagi i równowagi pomiędzy korzyściami finansowymi a pokusą ich nadużycia, szczególnie w pozafinansowym kontekście. Odejdźcie bowiem od prostych konstrukcji i klarownych zasad odpowiedzialności na rzecz skomplikowanych mechanizmów

<sup>29</sup> Zob. m.in.: P. de Grauwe, Y. Ji, *Financial engineering will not stabilise an unstable euro area*, CEPR Policy Portal, 19 March 2018.

<sup>30</sup> *Proposal for a Council regulation on the establishment of the European Monetary Fund*, COM(2017) 827 final.



instrumentów finansowych i „rozmytych” reguł zarządzania nimi już w przeszłości miało swoje negatywne konsekwencje.

## Bibliografia

- Coordinated public debt issuance in the euro area*, report of the Giovannini Group, EFC European Commission, Brussels, November 2000.
- Decision of Eurostat on deficit and debt. Statistical classification of the European Stability Mechanism*, European Commission, 31 January 2013.
- Delpha J., von Weizsacker J., *Eurobonds: the blue bond concept and its implications*, „Bruegel Policy Contribution” 2011, No 2.
- Fuest C., Heinemann F., *Accountability Bonds – Reconciling Fiscal Policy Based on Market Discipline with Financial Stability*, „EconPol Policy Brief” 2017, Vol. 1, No 3.
- European Safe Bonds (ESBies), <https://personal.lse.ac.uk/vayanos/Euronomics/ESBies.pdf>.
- Eurobonds: concepts and implications*, European Parliament, PE 457.357, March 2011.
- European Primary Dealers Association (EPDA), *A Common European Government Bond*, Discussion Paper, EPDA is an Affiliate of SIFMA (Securities Industry and Financial Market Association), September 2008.
- Favero C.A., Missale A., *Contagion in the EMU – The Role of Eurobonds with OMTs*, „Review of Law & Economics” 2016, No 12(3).
- Favero C.A., Missale A., *EU Public Debt Management and Eurobonds*, Brussels, September 2010.
- Favero C.A., Missale A., *Sovereign spreads in the euro area. Which prospects for a Eurobonds?*, „Economic Policy” 2012, Vol. 27, No 70C.
- de Grauwe P., *Unia walutowa*, PWE, Warszawa 2000.
- de Grauwe P., Ji Y., *Financial engineering will not stabilize an unstable euro area*, CEPR Policy Portal, 19 March 2018.
- de Grauwe P., Moesen P., *Gains for all: a proposal for a common euro bond*, CEPS Commentary, April 2009.
- Gros D., Micossi S., *A bond-issuing EU stability fund could rescue Europe*, Europe’s World, 2009.
- Jones E., *A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard*, ISPI Policy Brief, No. 180, March 2010.
- Komunikat Komisji, *Plan działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej. Otwarcie debaty europejskiej*, COM(2012) 777.
- Leandro A., Zettelmeyer J., *The Search for a Euro Area Safe Asset*, Peterson Institute for International Economics, March 2018.
- Marchewka-Bartkowiak K., *Europejski Fundusz Walutowy – nowa propozycja instytucjonalna i jej ocena*, seria „Analizy BAS” nr 2(148), 2018, <http://www.bas.sejm.gov.pl/analizy.php>.
- Proposal for a Council regulation on the establishment of the European Monetary Fund*, COM(2017) 827 final.

*Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on sovereign bond-backed securities, COM(2018) 339 final.*

Smaghi L.B., Marcussen M., *Strengthening the euro area architecture. A proposal for Purple bonds*, SUERF Policy Note, 2018, No 35.

Temperton P., *Euro – wspólna waluta*, Felberg Sja, Warszawa 2001.

*The creation of a common European bond market*, European League for Economic Cooperation Cahier Comte, Boel, No. 14, March 2010.

*Zielona księga w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych*, COM(2011) 818.

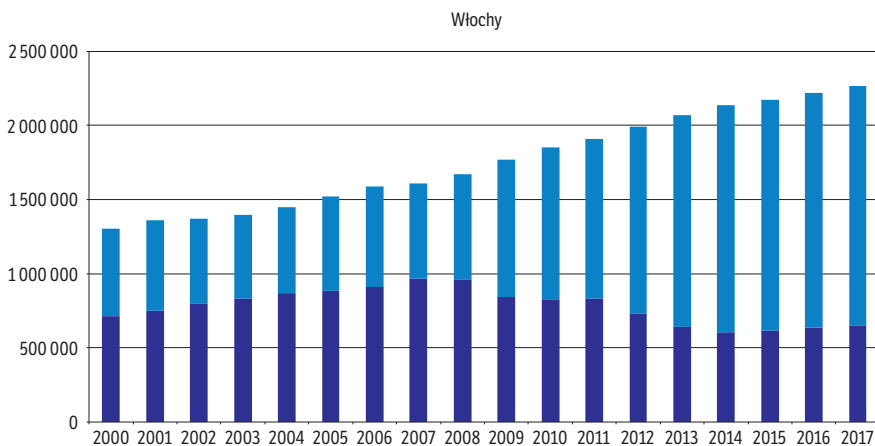
### Źródła internetowe

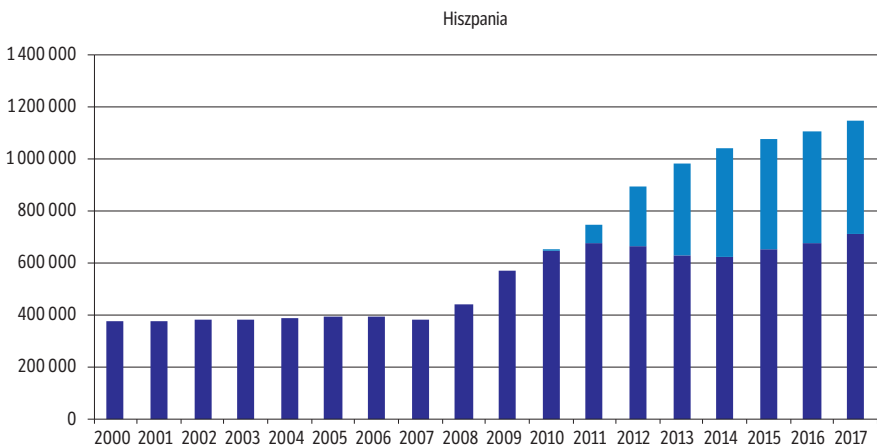
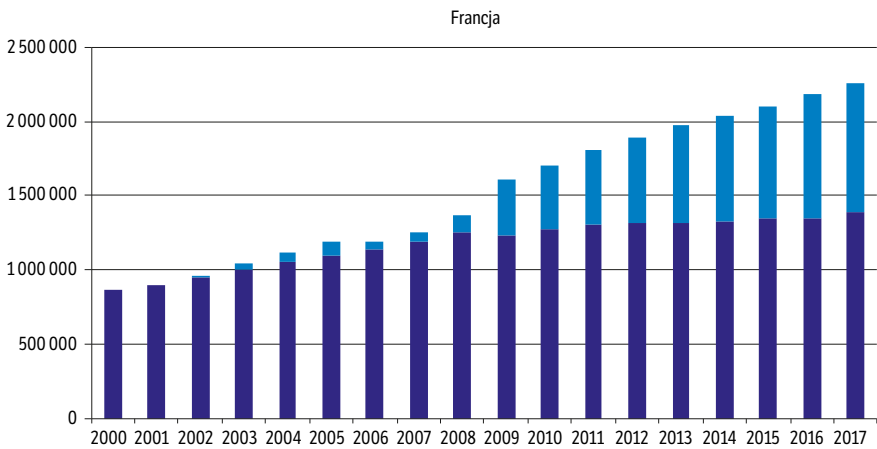
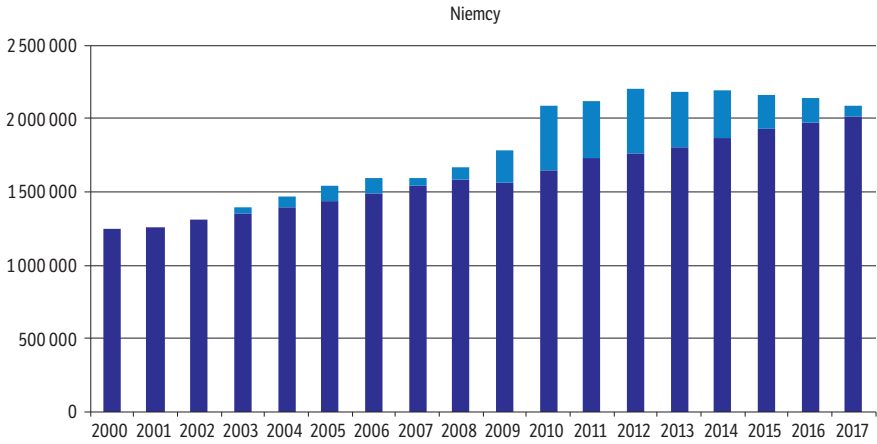
Esm.europa.eu.

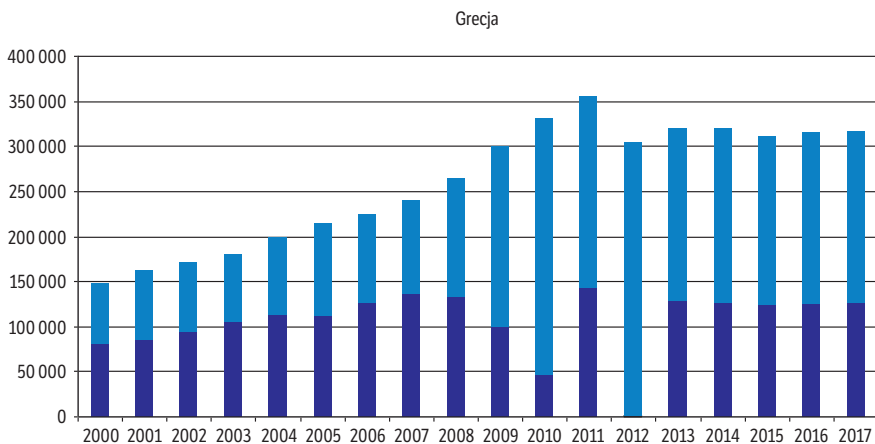
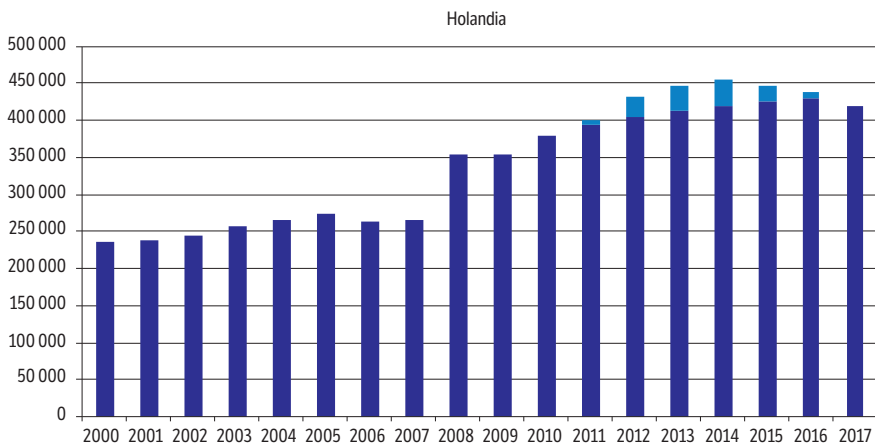
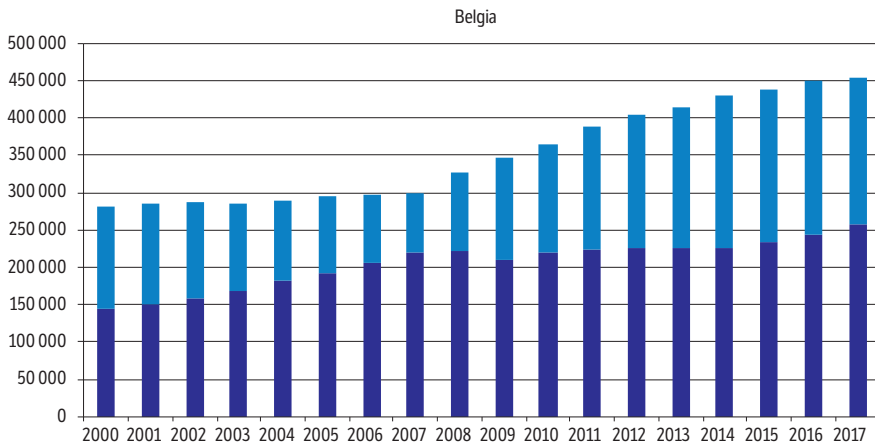
Ec.europa.eu/Eurostat.

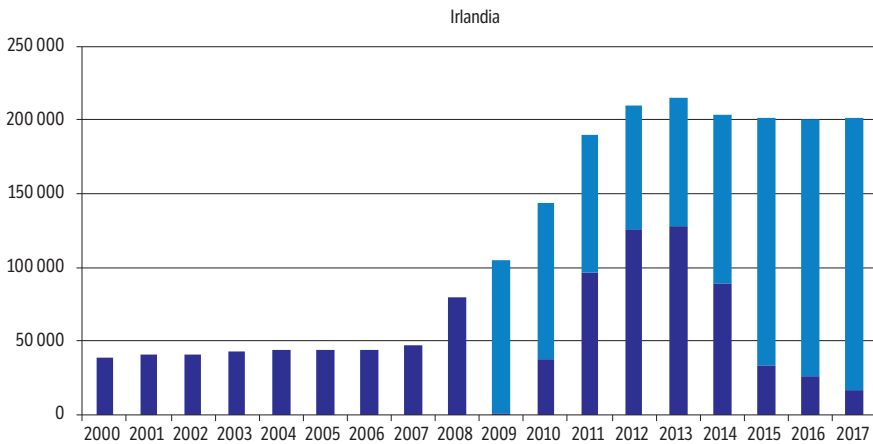
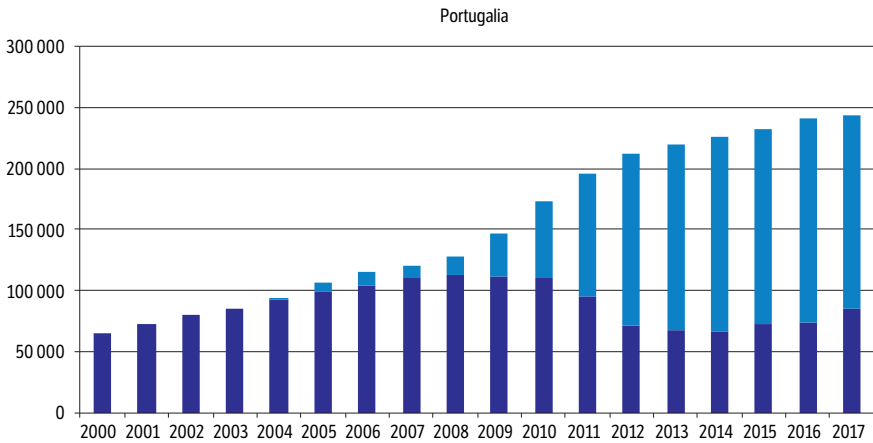
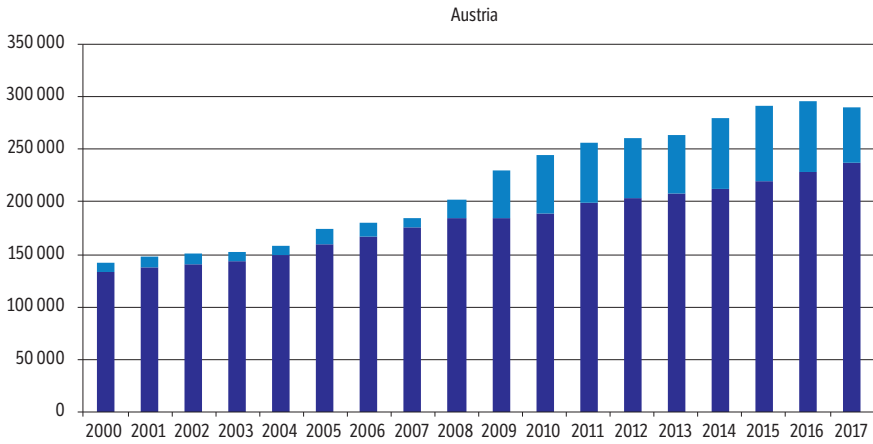
### Załącznik

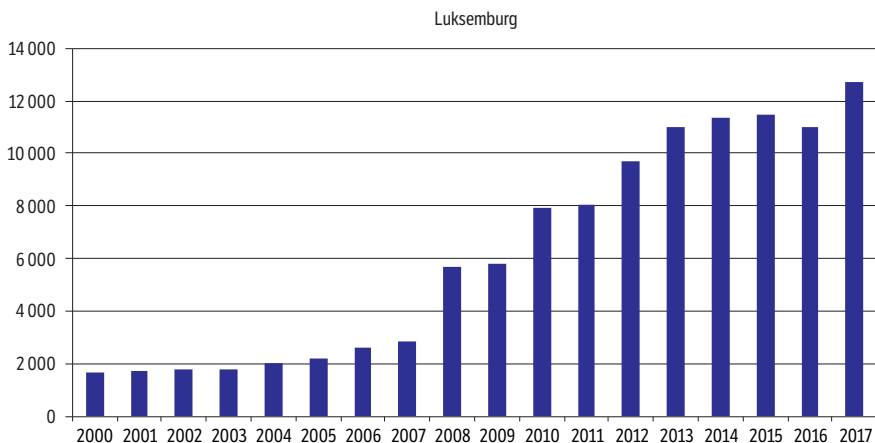
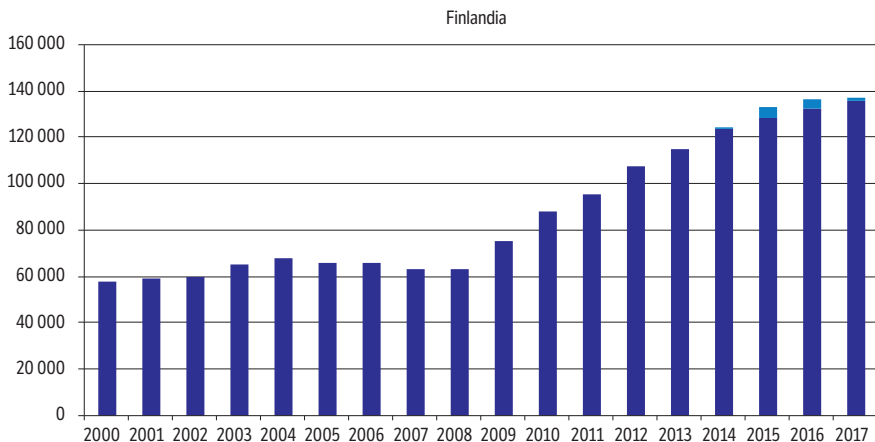
**Wykresy. Podział długu według koncepcji obligacji FAZ\* – skutki dla analizowanych krajów strefy euro (w mln euro) – uszeregowane według wartości nominalnych długu**











\* Podział długu zgodnie z poziomem wypełniania kryterium długu.

Źródło: na podstawie danych Eurostatu.