



KOMISJA EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 23.11.2011
KOM(2011) 818 wersja ostateczna

ZIELONA KSIĘGA

w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych

ZIELONA KSIĘGA

w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych

1. UZASADNIENIE I WSTĘPNE WARUNKI WPROWADZENIA OBLIGACJI STABILNOŚCIOWYCH¹

1.1. Wprowadzenie

Celem niniejszej zielonej księgi jest zapoczątkowanie szerokich konsultacji społecznych dotyczących koncepcji obligacji stabilnościowych z udziałem wszystkich zainteresowanych stron tzn. państw członkowskich, finansowych podmiotów gospodarczych, stowarzyszeń branżowych rynków finansowych, przedstawiciele środowisk akademickich, w Unii Europejskiej i poza jej granicami, oraz ogółu społeczeństwa. Wyniki tych konsultacji posłużą Komisji Europejskiej do określenia właściwych sposobów realizacji tej koncepcji.

W niniejszym dokumencie dokonano oceny możliwości realizacji wspólnej emisji obligacji państwowych (zwanej dalej „wspólną emisją obligacji”) przez państwa członkowskie strefy euro oraz koniecznych warunków tej emisji². Emisja obligacji państwowych w strefie euro prowadzona jest obecnie przez państwa członkowskie w sposób zdecentralizowany, z zastosowaniem różnorodnych procedur emisji. Wprowadzenie wspólnie emitowanych obligacji stabilnościowych oznaczałoby konsolidację emisji obligacji skarbowych państw członkowskich i podział związanych z nią przepływów dochodów i kosztów obsługi zadłużenia. Rozwiązanie to spowodowałoby znaczną zmianę struktury rynku obligacji państwowych w strefie euro, który stanowi największy segment całego rynku finansowego strefy euro (zob. załącznik 1 zawierający szczegółowe informacje na temat rynków obligacji państwowych w strefie euro).

Koncepcja wspólnej emisji obligacji po raz pierwszy stała się przedmiotem dyskusji wśród państw członkowskich pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX w., kiedy to Grupa Giovanniniego (która doradzała Komisji w kwestiach zmian na rynku kapitałowym związanych z euro) opublikowała sprawozdanie prezentujące szereg możliwych wariantów koordynacji emisji państwowych instrumentów dłużnych w strefie euro³. We wrześniu 2008 r. zainteresowanie uczestników rynku wspólną emisją obligacji ożyło po opublikowaniu przez Europejskie Stowarzyszenie Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (ang. European

¹ W publicznych debatach i literaturze zazwyczaj używany jest termin „obligacje strefy euro” („Eurobonds”). Komisja uważa, że główną cechą tego instrumentu byłoby zwiększenie stabilności finansowej w strefie euro. Dlatego też, zgodnie z treścią orędzia o stanie Unii ogłoszonego przez przewodniczącego Barosso w dniu 28 września 2011 r., w niniejszej zielonej księdze mówi się o „obligacjach stabilnościowych”.

² Co do zasady, wspólna emisja obligacji mogłaby również objąć państwa członkowskie spoza strefy euro, jednak niosłaby wtedy ze sobą ryzyko walutowe. W przypadku szeregu państw członkowskich spoza strefy euro już teraz znaczna część ich zobowiązań jest wyrażona w euro, a zatem kwestia ta nie powinna stanowić istotnej przeszkody. Wszystkie państwa członkowskie UE mogą mieć interes w dołączeniu do grona emitentów obligacji stabilnościowych, szczególnie jeżeli krok ten pomógłby im w ograniczeniu kosztów pozyskania finansowania i zapewnieniu dostępności finansowania, a przy tym wywołał pozytywne skutki dla gospodarki na całym rynku wewnętrznym. Z punktu widzenia obligacji stabilnościowych, im większa liczba zaangażowanych państw członkowskich, tym większe prawdopodobieństwo osiągnięcia pozytywnych skutków, wynikających zwłaszcza z większej płynności.

³ Grupa Giovanniniego: Sprawozdanie na temat koordynowanej emisji państwowych instrumentów dłużnych w strefie euro (11.2000). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

Primary Dealers Association, EPDA) dokumentu do dyskusji zatytułowanego „Wspólna europejska obligacja skarbowa”⁴. W dokumencie tym potwierdzono, że niemal 10 lat po wprowadzeniu euro rynek obligacji skarbowych w strefie euro pozostaje bardzo rozdrobniony, oraz omówiono zalety i wady wspólnej emisji obligacji. W 2009 r. służby Komisji ponownie zajęły się kwestią wspólnej emisji obligacji w sprawozdaniu z okazji dziesięciolecia UGW.

Nasilenie kryzysu związanego z długiem państwowym w strefie euro stało się impulsem do podjęcia szerszej debaty na temat możliwości wspólnej emisji obligacji⁵. Szerokie grono polityków, analityków rynku oraz przedstawiciele środowisk akademickich zaczęło promować ideę wspólnej emisji obligacji jako potencjalnie potężnego instrumentu, który pozwoli wyeliminować ograniczenia płynności dotyczące szereg państw członkowskich ze strefy euro. W tym kontekście Parlament Europejski zwrócił się do Komisji o zbadanie wykonalności koncepcji wspólnej emisji obligacji w ramach prac nad przyjęciem pakietu legislacyjnego dotyczącego zarządzania gospodarczego w strefie euro, podkreślając, że wspólna emisja obligacji stabilnościowych wymagać również będzie wykonania kolejnego kroku w kierunku wspólnej polityki gospodarczej i budżetowej⁶.

Chociaż rozważania dotyczące wprowadzenia wspólnej emisji obligacji dotyczyły zazwyczaj odległej perspektywy, w najnowszych dyskusjach skupiono się na potencjalnych bliskoterminowych korzyściach tego rozwiązania jako sposobu łagodzenia napięć na rynku państwowych instrumentów dłużnych. W tym kontekście wprowadzenie obligacji stabilnościowych nie nastąpiłoby na końcowym etapie procesu konwergencji gospodarczej i budżetowej, lecz miałyby miejsce równoległe z dalszą konwergencją, przyczyniając się jednocześnie do ustanowienia i wdrożenia koniecznych ram takiej konwergencji. Takie równoległe podejście wymagałoby natychmiastowego i zdecydowanego postępu w procesie integracji gospodarczej, finansowej i politycznej w strefie euro.

⁴ Zob. artykuł „A European Primary Dealers Association Report Points to the Viability of a Common European Government Bond” (Europejskie Stowarzyszenie Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych wskazuje na zasadność wprowadzenia wspólnej europejskiej obligacji skarbowej), <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436>.

⁵ Zob. załącznik 2 zawierający przegląd analiz stanowiących wkład do dyskusji nad obligacjami stabilnościowymi.

⁶ Zgodnie z rezolucją Parlamentu Europejskiego z dnia 6 lipca 2011 r. w sprawie kryzysu finansowego, gospodarczego i społecznego: zalecenia w sprawie środków i inicjatyw, jakie należy podjąć (2010/2242(INI)):

„ ...13. [Parlament] wzywa Komisję do przeanalizowania przyszłego systemu euroobligacji w celu określenia warunków, w których taki system byłby korzystny dla wszystkich uczestniczących w nim państw członkowskich oraz dla całej strefy euro; zauważa że euroobligacje mogłyby stanowić rentowną alternatywę dla rynku obligacji dolarowych i sprzyjać integracji europejskiego rynku długu państwowego, obniżyć koszty zaciągania pożyczek, zwiększyć płynność, dyscyplinę budżetową i zgodność z paktem stabilności i wzrostu, promować skoordynowane reformy strukturalne, oraz zapewnić większą stabilność rynkom kapitałowym, co wesprze koncepcję euro jako globalnej „bezpiecznej przystani”; przypomina, że wspólna emisja euroobligacji wymaga wykonania kolejnego kroku w kierunku wspólnej polityki gospodarczej i budżetowej; 14. podkreśla w związku z tym, że emisja euroobligacji powinna się ograniczać do wskaźnika zadłużenia wynoszącego 60 % PKB w ramach solidarnej odpowiedzialności w postaci uprzywilejowanego długu państwowego w powiązaniu z zachętami do obniżenia długu państwowego do tego poziomu; sugeruje, by nadrzędnym celem euroobligacji było zmniejszenie długu państwowego i unikanie pokusy nadużycia oraz zapobieganie spekulacji na euro; zauważa, że dostęp do takich euroobligacji będzie wymagał osiągnięcia porozumienia w tym zakresie, a także wdrożenia mierzalnych programów ograniczania długów;”.

Obligacja stabilnościowa różniłaby się od dotychczasowych wspólnie emitowanych instrumentów. Obligacje stabilnościowe byłyby instrumentem stworzonym na potrzeby bieżącego finansowania sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro poprzez wspólną emisję obligacji. W tym względzie należy je odróżnić od innych obligacji wspólnie emitowanych w Unii Europejskiej i strefie euro, takich jak obligacje emitowane w celu sfinansowania pomocy zewnętrznej dla państw członkowskich i państw trzecich⁷. Stąd też emisja obligacji stabilnościowych prowadzona byłaby na znacznie większą skalę i miałaby bardziej stały charakter, niż w przypadku dotychczasowych form emisji krajowych lub wspólnych obligacji.

Emisja obligacji stabilnościowych mogłaby być prowadzona w sposób scentralizowany przez jedną agencję lub przebiegać w sposób zdecentralizowany na poziomie krajowym przy ścisłej koordynacji emisji pomiędzy państwami członkowskimi. Podział dochodów i kosztów obsługi zadłużenia związanych z obligacjami stabilnościowymi odzwierciedlałyby wielkość udziału poszczególnych państw członkowskich w emisji. W zależności od wybranego modelu emisji obligacji stabilnościowych państwa członkowskie mogłyby ponosić odpowiedzialność solidarną za całość lub część kosztów związanych z obsługą zadłużenia, co związane byłoby z odpowiednią konsolidacją ryzyka kredytowego.

Emisja obligacji stabilnościowych rodzi wiele konsekwencji dalece wykraczających poza kwestie techniczne, a dotyczących kwestii suwerenności państwowej oraz procesu integracji gospodarczej i politycznej. Kwestie te obejmują konieczność wzmocnienia koordynacji polityki gospodarczej i zarządzania, zwiększenie poziomu konwergencji gospodarczej oraz, w niektórych wariantach, konieczność zmiany Traktatu. Im większy będzie stopień konsolidacji ryzyka kredytowego wśród zaangażowanych państw, tym większa będzie stabilność rynku, lecz także tym wyższe będzie ryzyko naruszenia dyscypliny rynkowej przez poszczególne państwa. Dlatego też konieczny byłby większy wpływ dyscypliny wynikającej z procesów politycznych na stabilność budżetową. Podobnie niektóre warunki wstępne udanej realizacji koncepcji obligacji stabilnościowych, takie jak wysoki poziom politycznej stabilności i przewidywalności, czy też poziom wsparcia ze strony organów kształtujących politykę pieniężną, znacznie wykraczają poza kwestie natury technicznej.

Obligacjom stabilnościowym, bez względu na ich rodzaj, będą musiały towarzyszyć znacznie wzmocnione nadzór budżetowy oraz koordynacja polityki, aby zapewnić istotną przeciwwagę dla ryzyka pokusy nadużycia oraz zapewnić stabilność finansów publicznych, a także wspierać konkurencyjność oraz pomóc ograniczyć szkodliwe zaburzenia równowagi makroekonomicznej.

Miałoby to siłą rzeczy konsekwencje dla suwerenności budżetowej poszczególnych państw i wymagałoby poważnej debaty w państwach członkowskich strefy euro.

Ponieważ kwestie te wymagają pogłębionej analizy, Komisja przyjęła niniejszy dokument, aby rozpocząć konieczny proces debaty politycznej oraz konsultacje społeczne na temat możliwości i wstępnych warunków wprowadzenia obligacji stabilnościowych.

⁷ Np. obligacje emitowane przez Komisję w ramach instrumentu wsparcia bilansu płatniczego/europejskiego mechanizmu stabilizacji finansowej oraz obligacje emitowane w ramach Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej, czy też emisja obligacji w celu sfinansowania dużych inwestycji infrastrukturalnych o charakterze transgranicznym (np. obligacje projektowe, które być może emitować będzie Komisja). Różne rodzaje wspólnie emitowanych obligacji i innych instrumentów podobnych do obligacji stabilnościowych omówiono w załączniku 3.

1.2. Uzasadnienie

Kształt debaty poświęconej wspólnej emisji obligacji uległ znacznej zmianie od czasu wprowadzenia euro. Początkowo zasadność wspólnej emisji obligacji motywowano głównie korzyściami związanymi ze wzrostem efektywności rynku dzięki zwiększonej płynności rynku obligacji państwowych w strefie euro oraz poszerzeniem systemu finansowego w strefie euro. W ostatnim czasie, w świetle trwającego kryzysu związanego z długiem państwowym, nastąpiła reorientacja debaty na kwestie związane ze stabilnością. W tym kontekście za główne korzyści wynikające ze wspólnej emisji obligacji można uznać:

1.2.1. Zarządzanie obecnym kryzysem i zapobieganie przyszłym kryzysom związanym z długiem państwowym

Perspektywa wprowadzenia obligacji stabilnościowych mogłaby potencjalnie złagodzić obecny kryzys związany z długiem państwowym, ponieważ państwa członkowskie ponoszące wysokie koszty obsługi zadłużenia mogłyby skorzystać na wysokiej wiarygodności kredytowej państw członkowskich, których obligacje mają niską rentowność. Nawet jeżeli wprowadzenie obligacji stabilnościowych zajmie dużo czasu (zob. sekcja 2), wcześniejsze porozumienie w sprawie wspólnej emisji obligacji mogłoby mieć wpływ na oczekiwania rynku, a tym samym przyczynić się do obniżenia średnich i marginalnych kosztów finansowania ponoszonych przez te państwa członkowskie, które obecnie doświadczają problemów finansowych. Aby jednak skutki te były trwałe, harmonogramowi wprowadzenia wspólnych obligacji musiałyby towarzyszyć równoległe zobowiązania do zaostrzenia zarządzania gospodarczego, stanowiące gwarancję przeprowadzenia koniecznych zmian budżetowych i strukturalnych w celu zapewnienia stabilności finansów publicznych.

1.2.2. Wzmocnienie stabilności finansowej w strefie euro

Obligacje stabilnościowe przyczyniłyby się do zwiększenia odporności systemu finansowego strefy euro na przyszłe niekorzystnie wstrząsy, a tym samym do wzmocnienia stabilności finansowej. Obligacje stabilnościowe zapewniłyby wszystkim zaangażowanym państwom członkowskim bezpieczniejszy dostęp do refinansowania, zapobiegając nagłej utracie dostępu do rynku z powodu nieuzasadnionej awersji do ryzyka lub zachowań stadnych wśród inwestorów. Obligacje stabilnościowe mogłyby zatem przyczynić się do zwiększenia stabilności rynku oraz ograniczenia lub wyeliminowania konieczności zapewniania kosztownego wsparcia i środków ratunkowych państwom członkowskim, które tymczasowo zostały pozbawione dostępu do finansowania na rynku. Pozytywne skutki wprowadzenia tych obligacji uzależnione są od zdolności zarządzania potencjalnymi czynnikami zniechęcającymi do przestrzegania dyscypliny budżetowej. Kwestia ta została bardziej szczegółowo omówiona w sekcji 1.3 oraz sekcji 3.

Na dostępności obligacji stabilnościowych skorzystałby system bankowy strefy euro. Banki zazwyczaj posiadają dużą liczbę obligacji państwowych, będących inwestycją o niskim ryzyku, niskiej zmienności i dużej płynności. Obligacje państwowe służą również jako zabezpieczenie przed utratą płynności, ponieważ można je sprzedać po względnie stabilnej cenie lub użyć jako zabezpieczenie w operacjach refinansowania. Portfele obligacji państwowych banków cechuje jednak znaczna przewaga obligacji krajowych, co wprowadza znaczny stopień powiązań między ich bilansami a bilansami ich państwa macierzystego. W przypadku znacznego pogorszenia sytuacji budżetowej tego państwa, nieuchronnemu pogorszeniu ulega jakość zabezpieczeń dostępnych dla krajowego systemu bankowego, co naraża banki na ryzyko związane z pozyskiwaniem refinansowania na rynku międzybankowym lub konieczność korzystania z instrumentów Eurosystemu. Obligacje stabilnościowe stanowiłyby dla wszystkich banków w strefie euro źródło solidniejszego

zabezpieczenia, ograniczając ich wrażliwość na obniżenie ratingu kredytowego poszczególnych państw członkowskich. Podobnie inni inwestorzy instytucjonalni (np. zakłady ubezpieczeń na życie i fundusze emerytalne), które zwykle inwestują znaczną część swoich środków w krajowe obligacje państwowe, skorzystałyby na wprowadzeniu solidniejszego, jednorodnego instrumentu w postaci obligacji stabilnościowych.

1.2.3. *Ułatwienie transmisji polityki pieniężnej*

Obligacje stabilnościowe ułatwiłyby transmisję polityki pieniężnej w strefie euro. Kryzys związany z długiem państwowym zaburzył kanały transmisji polityki pieniężnej, w sytuacji gdy rentowność obligacji skarbowych uległa znacznemu zróżnicowaniu na wysoce niestabilnych rynkach. W pewnych skrajnych przypadkach doszło do zaburzenia funkcjonowania rynków i interwencji EBC za pośrednictwem programu na rzecz rynku papierów wartościowych. Dzięki obligacjom stabilnościowym istniałaby większa pula bezpiecznych i płynnych aktywów. Pomogłoby to zapewnić sprawne i spójne przełożenie warunków polityki pieniężnej ustanowionych przez EBC za pośrednictwem rynku obligacji państwowych na koszty kredytu dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych i ostatecznie na łączny popyt.

1.2.4. *Poprawa efektywności rynku*

Obligacje stabilnościowe przyczyniłyby się do poprawy efektywności rynku obligacji państwowych w strefie euro oraz szerszego systemu finansowego strefy euro. Emisja obligacji stabilnościowych zapewniłaby możliwość funkcjonowania dużego rynku o wysokiej płynności, na którym istniałaby jedna referencyjna stopa dochodu, w przeciwieństwie do obecnej sytuacji, w której mamy do czynienia z wieloma krajowymi wskaźnikami referencyjnymi. Płynność i wysoka jakość kredytowa rynku obligacji stabilnościowych zapewniłyby niski poziom referencyjnych stóp dochodu z obligacji, odzwierciedlających odpowiednio niskie ryzyko kredytowe oraz premie z tytułu płynności (zob. ramka 1). Jeden zbiór referencyjnych stóp dochodu z „wolnych od ryzyka” obligacji stabilnościowych dla całego spektrum terminów wykupu przyczyniłby się do szerszego rozwoju rynku obligacji, stymulując emisje obligacji przez emitentów nierządowych np. przedsiębiorstwa, gminy i firmy finansowe. Dostępność płynnego wskaźnika referencyjnego w strefie euro ułatwiłaby również funkcjonowanie wielu rynków instrumentów pochodnych denominowanych w euro. Wprowadzenie obligacji stabilnościowych mogłoby stanowić dodatkowy bodziec do integracji europejskiego systemu rozrachunku papierów wartościowych, równoległe do planowanego wprowadzenia przez EBC wspólnej ogólnoeuropejskiej platformy rozrachunku Target2 Securities (T2S) i ewentualnych dalszych inicjatyw regulacyjnych na poziomie UE. W ten sposób wprowadzenie obligacji stabilnościowych mogłoby doprowadzić do obniżenia kosztów finansowania zarówno dla sektora publicznego, jak i sektora prywatnego w strefie euro, a tym samym wydobycić potencjał gospodarki w zakresie długoterminowego wzrostu.

Ramka 1: Oczekiwana rentowność obligacji stabilnościowych – argumenty empiryczne

Wprowadzenie obligacji stabilnościowych powinno zwiększyć płynność na rynkach obligacji skarbowych w strefie euro, ograniczając tym samym wysokość premii z tytułu płynności, której inwestorzy z założenia żądają za posiadanie obligacji skarbowych. W niniejszej ramce przedstawiono próbę ilościowego określenia skali oszczędności, jakie można uzyskać dzięki obniżeniu premii z tytułu płynności. Drugi element składowy oczekiwanej rentowności obligacji stabilnościowych, a mianowicie prawdopodobna premia z tytułu ryzyka kredytowego, okazał się bardziej dyskusyjną kwestią. Zarówno wysokość premii z tytułu płynności, jak i premii z tytułu ryzyka kredytowego będzie w przypadku obligacji stabilnościowych w ogromnym stopniu zależęć od wybranych wariantów w zakresie konstrukcji takich obligacji i struktury gwarancji, którymi będą one objęte.

W ramach szeregu analiz empirycznych porównano stopę dochodu z hipotetycznych wspólnie emitowanych obligacji ze średnią rentownością istniejących obligacji. W analizach tych przyjęto, że w wyniku wspólnej emisji obligacji wielkość premii z tytułu płynności nie spada, a ryzyko kredytowe nie wzrasta bardziej, niż wynikałoby to ze średniej ocen ratingowych poszczególnych państw członkowskich. Carstensen (2011) oszacował rentowność wspólnych obligacji, obliczoną po prostu jako średnia ważona stóp procentowych państw członkowskich, na 2 punkty procentowe powyżej rentowności 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych Bund. Z innych szacunków (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011)) wynika, że różnica w rentowności wspólnych obligacji i niemieckich obligacji skarbowych Bund mogłaby wynieść od 0,5 do 0,6 punktu procentowego. Zgodnie z założeniami leżącymi u podstaw tych wyliczeń, zmienne budżetowe stanowią zasadnicze czynniki wpływające na wysokość spreadu obligacji państwowych. Pod względem budżetowym zagregowana stopa dla strefy euro porównywalna byłaby do wielkości charakterystycznej dla Francji; dlatego też rentowność wspólnych obligacji byłaby zasadniczo równa rentowności obligacji francuskich. W wyniku analizy przeprowadzonej przez J.P. Morgan (2011), z zastosowaniem metody porównawczej, uzyskano podobny zakres: od ok. 0,5 do 0,6 punktu procentowego. Dalsze analizy z zastosowaniem podobnej metodologii przeprowadzone przez francuski bank NATIXIS (2011) wskazują, że wspólne obligacje mogłyby być wyceniane ok. 20 punktów bazowych powyżej obligacji posiadających obecnie rating AAA. Favero i Missale (2010) stwierdzili, że rentowność amerykańskich obligacji skarbowych, skorygowana o premię walutową, stanowi dobry punkt odniesienia dla rentowności wspólnych obligacji, ponieważ obligacje te miałyby z założenia upodobnić rynki obligacji w strefie euro do rynku amerykańskiego pod względem ryzyka kredytowego i płynności. Stwierdzili oni, że w latach poprzedzających kryzys finansowy różnica w rentowności niemieckich i amerykańskich obligacji skarbowych wynosiła – na niekorzyść tych pierwszych – około 40 punktów bazowych, która to wartość stanowiłaby zatem korzyści w zakresie płynności możliwe do uzyskania w wyniku emisji wspólnych obligacji na tych samych warunkach, co obligacje amerykańskie.

W celu oszacowania możliwej do uzyskania obniżki premii z tytułu płynności Komisja przeprowadziła analizę statystyczną każdej emisji obligacji państwowych w strefie euro po 1999 r. Wielkość emisji przyjęto za przybliżony wskaźnik płynności obligacji z danej emisji (ponieważ jest to najpowszechniej dostępny wskaźnik, nawet jeśli może on zaniżać potencjalny korzystny spadek premii z tytułu płynności), a wskaźnik regresji określa możliwe do osiągnięcia korzyści w wyniku emisji zwiększonej liczby obligacji⁸. Pierwszy model oszacowano z wykorzystaniem danych dotyczących należących do strefy euro państw członkowskich o ratingu AAA (oznaczonych „AAA” w tabeli), natomiast drugi model oszacowano z wykorzystaniem danych dotyczących wszystkich dostępnych państw członkowskich strefy euro (oznaczonych „AA”). W drugim modelu uwzględniono również ocenę ratingową każdej emisji. Z przeprowadzonych analiz wynika, że wszystkie współczynniki są istotne na poziomach konwencjonalnych, a wariację można w 70-80 % wytłumaczyć szacunkowym charakterem danych.

Tabela: Szacunkowe modele i oczekiwany spadek rentowności obligacji dzięki niższej premii z tytułu płynności

	<i>Średnie dane historyczne 1999-2011</i>			<i>Warunki rynkowe w 2011 r.</i>		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Rentowność (%) – na podstawie modelu	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Spadek rentowności przy wielkości emisji odpowiadającej wielkości emisji w USA	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

⁸ Wielkość emisji zarejestrowanych na platformie Dealogic została skorygowana, aby uwzględnić wielkość sąsiadujących emisji o podobnych terminach wykupu i rozliczenia. W celu uwzględnienia różnic okresowych warunków rynkowych wprowadzono zmienne kontrolne dotyczące wpływu poziomu stopy procentowej (stopa dla 2-letniego swapu) oraz struktury czasowej stóp procentowych (różnica między stopami dla 10-letniego i 2-letniego swapu) obowiązujących w czasie każdej emisji.

Aby uzyskać korzystny spadek premii z tytułu płynności, współczynniki wynikające z szacunkowego modelu wykorzystano na potrzeby symulacji potencjalnego spadku rentowności obligacji wyemitowanych w ilości odpowiadającej średniej wielkości emisji obligacji amerykańskich, a nie średniej wielkości emisji obligacji w strefie euro. Dlatego też wielkość emisji obligacji amerykańskich służy jako zastępczy wskaźnik płynności, jaką mógłby osiągnąć rynek obligacji stabilnościowych. W pierwszym kroku korzyści pod względem płynności wyliczono w oparciu o średnią historyczną rentowności „portfela” od 1999 r. Dla porównania, tych samych obliczeń dokonano przy założeniu warunków rynkowych panujących latem 2011 r.

W drugim rzędzie tabeli wykazano, że korzystny spadek rentowności dzięki zwiększonemu wolumenowi emisji wyniósłby od 10 do 20 punktów bazowych dla strefy euro, w zależności od uzyskanej oceny ratingowej, przy czym wyniki te były raczej niezależne od tego, czy wykorzystano dane historyczne, czy też dane na temat niedawnych warunków rynkowych. Analogiczny korzystny spadek rentowności obligacji niemieckich wyniósłby około 7 punktów bazowych. Symulacje te pokazują, że oczekiwane korzyści związane ze spadkiem premii z tytułu płynności są raczej ograniczone i maleją w przypadku państw członkowskich, które już osiągały korzyści z faktu posiadania najwyższej oceny ratingowej.

Chociaż oczywiste jest, że państwa członkowskie, które obecnie ponoszą wysokie koszty obsługi swojego zadłużenia, skorzystałyby zarówno na konsolidacji ryzyka kredytowego, jak i większej płynności wspólnych obligacji, to państwa członkowskie, których obligacje obecnie posiadają niską rentowność, mogłyby doświadczyć wzrostu oprocentowania swoich obligacji, w przypadku braku spadku ryzyka kredytowego emitentów obligacji o wysokiej rentowności. Kompensacyjne płatności dodatkowe mogłyby zasadniczo stanowić sposób redystrybucji korzyści związanych z obniżoną premią z tytułu płynności, jednak przy braku skuteczniejszego zarządzania, ogólna jakość kredytowa zadłużenia strefy euro mogłaby w rzeczywistości ulec pogorszeniu w wyniku słabszej dyscypliny rynkowej, prowadząc do sytuacji, w której państwa członkowskie, których obligacje są obecnie nisko oprocentowane, ponosiłyby zwiększone koszty pozyskiwania finansowania.

1.2.5. Wzmocnienie pozycji euro w światowym systemie finansowym

Obligacje stabilnościowe ułatwiłyby dokonywanie inwestycji portfelowych w euro oraz przyczyniłyby się do większego zrównoważenia światowego systemu finansowego. Rynek amerykańskich obligacji skarbowych oraz całkowity rynek obligacji państwowych w strefie euro są porównywalnej wielkości, jednak rozdrobnienie emisji obligacji emitowanych w euro oznacza, że amerykańskie obligacje skarbowe są dostępne w znacznie większej ilości, niż obligacje emitowane przez któregokolwiek krajowego emitenta w strefie euro. Od 1999 r. wielkość emisji 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych była średnio niemal dwukrotnie większa od wielkości emisji niemieckich obligacji skarbowych i więcej niż dwukrotnie większa od emisji obligacji przeprowadzanych przez każde z pozostałych państw członkowskich UE. Według dostępnych danych wolumen obrotu na rynku kasowym amerykańskich obligacji skarbowych również stanowi wielokrotność obrotu na analogicznym rynku w strefie euro, na którym nastąpiła migracja płynności do segmentu instrumentów pochodnych. Wysoka płynność jest jednym z czynników, dzięki którym amerykańskie obligacje skarbowe odgrywają prominentną rolę i cieszą się uprzywilejowanym statusem w światowym systemie finansowym (wzmocnionym przez amerykańskiego dolara będącego jedyną międzynarodową walutą rezerwową), co z kolei przyciąga inwestorów instytucjonalnych. Dlatego też większe emisje oraz płynniejsze wtórne rynki, będące wynikiem emisji obligacji stabilnościowych, wzmocniłyby pozycję euro jako międzynarodowej waluty rezerwowej.

1.3. Warunki wstępne

Chociaż obligacje stabilnościowe przyniosłyby znaczne korzyści pod względem stabilności finansowej i efektywności gospodarczej, konieczne byłoby wyeliminowanie potencjalnych wad tego rozwiązania. W tym celu konieczne jest spełnienie ważnych wstępnych warunków o charakterze gospodarczym, prawnym i technicznym. Te warunki wstępne, które mogą pociągać za sobą konieczność zmiany Traktatu i istotnej modyfikacji struktury instytucjonalnej UGW i Unii Europejskiej, omówiono poniżej.

1.3.1. Ograniczenie pokusy nadużycia

Obligacje stabilnościowe nie mogą prowadzić do osłabienia dyscypliny budżetowej w państwach członkowskich należących do strefy euro. Znamienną cechą okresu, który

nastąpił po wprowadzeniu euro, był brak konsekwencji w przestrzeganiu dyscypliny rynkowej w ramach polityki budżetowej w państwach członkowskich strefy euro. Patrząc wstecz, dużej zbieżności rentowności obligacji w strefie euro w pierwszej dekadzie istnienia euro nie uzasadniały wyniki budżetowe państw członkowskich. Następujące od 2009 r. korekty miały gwałtowny charakter, być może nawet nadmiernie głęboki. Pomimo tej niekonsekwencji ostatnie doświadczenia potwierdzają fakt, że rynki są w stanie dyscyplinować krajowe polityki budżetowe w strefie euro. Po wprowadzeniu obligacji stabilnościowych w pewnych omówionych formach, ta dyscyplina uległaby osłabieniu lub całkowitemu zanikowi, jako że państwa członkowskie konsolidowałyby ryzyko kredytowe dla części lub całości swojego długu publicznego, co mogłoby zrodzić ryzyko pokusy nadużycia. Pokusa nadużycia nieodłącznie związana ze wspólną emisją obligacji powstaje, ponieważ ryzyko kredytowe wynikające z braku dyscypliny budżetowej poszczególnych państw ponoszone byłoby przez wszystkich uczestników.

Ponieważ emisja obligacji stabilnościowych może osłabić dyscyplinę rynkową, wymagane będą znaczne zmiany ram zarządzania gospodarczego w strefie euro. Uzasadnione byłoby wprowadzenie dodatkowych zabezpieczeń gwarantujących stabilność finansów publicznych. Te zabezpieczenia muszą koncentrować się nie tylko na dyscyplinie budżetowej, ale również na konkurencyjności gospodarczej (zob. sekcja 3). Chociaż już samo przyjęcie nowego pakietu przepisów w zakresie zarządzania gospodarczego stanowi istotne zabezpieczenie, które dodatkowo wzmocnią nowe rozporządzenia przyjęte w oparciu o art. 136⁹, to w kontekście obligacji stabilnościowych może jednak istnieć potrzeba dalszych działań – w szczególności jeżeli ma dojść do konsolidacji ryzyka kredytowego. Jeżeli obligacje stabilnościowe będą postrzegane jako środek pozwalający na obchodzenie dyscypliny budżetowej, ich akceptacja ze strony państw członkowskich i inwestorów stanie pod znakiem zapytania.

Chociaż ostrożna polityka budżetowa w czasach dobrej koniunktury oraz szybka korekta wszelkich odstępstw od wybranego kursu leżą u podstaw procesu kształtowania odpowiedzialnej, pro-stabilnościowej polityki, doświadczenia dowodzą, że zaburzenia równowagi makroekonomicznej na szerszą skalę, w tym spadek konkurencyjności, mogą mieć bardzo szkodliwy wpływ na finanse publiczne. Dlatego też silniejsza koordynacja polityki, której wymaga wprowadzenie obligacji stabilnościowych, musi również obowiązywać przy unikaniu i korygowaniu szkodliwych zaburzeń równowagi makroekonomicznej.

Zapewnienie wysokiej jakości kredytowej oraz zagwarantowanie wszystkim państwom członkowskim korzyści płynących z wprowadzenia obligacji stabilnościowych

Aby zyskać akceptację inwestorów, obligacje stabilnościowe będą musiały charakteryzować się wysoką jakością kredytową. Obligacje stabilnościowe powinny być zaprojektowane i emitowane w taki sposób, aby inwestorzy uznali je za bardzo bezpieczną inwestycję. W związku z tym do akceptacji i powodzenia obligacji stabilnościowych w dużym stopniu przyczyni się możliwie jak najwyższa ocena ratingowa. Słaba ocena ratingowa mogłaby mieć niekorzystny wpływ na ich wycenę (wyższa rentowność niż w przypadku wysokiej oceny) oraz gotowość inwestorów do zakupu wystarczająco dużej ilości

⁹ Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wspólnych przepisów w zakresie monitorowania i oceny projektów planów budżetowych i zapewnienia korekty nadmiernego deficytu państw członkowskich w strefie euro; wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wspólnych przepisów w zakresie monitorowania i oceny projektów planów budżetowych i zapewnienia korekty nadmiernego deficytu państw członkowskich w strefie euro.

emitowanych obligacji. Dotyczyłoby to w szczególności przypadku, gdyby państwa członkowskie nadal kontynuowały emisję krajowych obligacji posiadających rating AAA, które współistniałyby i konkurowały na rynku z obligacjami stabilnościowymi. Wysoka jakość kredytowa byłaby również niezbędna, aby uczynić z obligacji stabilnościowych międzynarodowy instrument referencyjny oraz położyć solidne fundamenty pod rozwój i wydajne funkcjonowanie rynków kontraktów terminowych typu future i opcji związanych z tymi obligacjami¹⁰. W tym kontekście struktura obligacji stabilnościowych musiałaby być odpowiednio przejrzysta, aby umożliwić inwestorom wycenę gwarancji, którymi będą objęte. W przeciwnym wypadku istnieje ryzyko, że inwestorzy będą sceptycznie nastawieni do tego nowego instrumentu, a rentowność obligacji będzie znacznie wyższa niż obecna rentowność obligacji państw członkowskich o stosunkowo wysokiej wiarygodności kredytowej.

Uzyskanie wysokiej jakości kredytowej będzie również istotne, aby zagwarantować akceptację obligacji stabilnościowych przez wszystkie państwa członkowskie należące do strefy euro. Kwestią o zasadniczym znaczeniu jest sposób podziału między państwami członkowskimi ryzyka i korzyści związanych z emisją wspólnych obligacji. W niektórych scenariuszach wspólna emisja obligacji stabilnościowych może oznaczać, że państwa członkowskie posiadające obecnie ocenę kredytową poniżej średniej zapewnią sobie niższe koszty finansowania, natomiast państwa członkowskie, które już posiadają wysoką ocenę kredytową, mogą nawet ponieść straty netto, jeżeli konsekwencje konsolidacji ryzyka przewyższą pozytywne skutki związane z płynnością. Dlatego też uzyskanie poparcia dla obligacji stabilnościowych ze strony państw członkowskich, które już posiadają ocenę AAA, wymagać będzie zagwarantowania analogicznie wysokiej jakości kredytowej nowego instrumentu, tak aby koszty finansowania ich zadłużenia nie wzrosły. Jak już wspomniano, zależeć to będzie od ograniczenia pokusy nadużycia. Skłonność do akceptacji obligacji stabilnościowych można by dodatkowo wzmocnić poprzez mechanizm redystrybucji części korzyści finansowych między państwami członkowskimi o wysokich i niskich ocenach ratingowych (zob. ramka 2).

Rating kredytowy obligacji stabilnościowych zależeć będzie przede wszystkim od jakości kredytowej zaangażowanych państw członkowskich oraz od struktury gwarancji, którymi obligacje te będą objęte¹¹.

- W przypadku *gwarancji indywidualnych (nie solidarnych)*, każde udzielające gwarancji państwo członkowskie byłoby odpowiedzialne za swoją część zobowiązań z tytułu obligacji stabilnościowych według określonego klucza udziałowego¹². Zakładając że państwa członkowskie nadal uzyskiwałyby indywidualne ratingi, obniżenie ratingu dużego państwa członkowskiego najprawdopodobniej skutkowałoby analogiczną obniżką ratingu obligacji stabilnościowych, co niekoniecznie musiałoby się jednak przekładać na obniżkę ratingu pozostałych państw członkowskich. W obecnej sytuacji, w której tylko sześć państw członkowskich strefy euro posiada rating na poziomie AAA, obligacje stabilnościowe, przy tej strukturze gwarancji, nie uzyskałyby najprawdopodobniej ratingu

¹⁰ Doświadczenia związane z oceną ratingową obligacji EFSF pokazują, że ocenę ratingową obligacji na poziomie wyższym niż średnie gwarancje udzielone przez zaangażowane państwa członkowskie osiągnięto dzięki różnym narzędziom, takim jak utrzymywanie buforów gotówkowych, kapitału pozwalającego absorbować straty oraz zwiększenie zabezpieczeń wielkości emisji. Chociaż w przypadku EFSF zarządzenie tymi elementami było złożonym zagadnieniem, to jednak mogą one okazać się przydatne w celu wzmocnienia oceny kredytowej obligacji stabilnościowych.

¹¹ W niniejszej sekcji wyrażenia *gwarancja indywidualna* i *gwarancja solidarna* są stosowane w ich znaczeniu ekonomicznym, które może nie być tożsame z ich definicją prawną.

¹² Np. budżetu UE lub klucza kapitałowego EBC.

kredytowego AAA, a nawet mogłyby uzyskać rating na poziomie państwa członkowskiego o najniższym ratingu, chyba że zapewniono by im wsparcie jakości kredytowej.

- W przypadku gwarancji indywidualnych (nie solidarnych) wzmocnionych poprzez uprzywilejowanie długu i ustanowienie dodatkowego zabezpieczenia, każde udzielające gwarancji państwo członkowskie pozostałoby odpowiedzialne za swoją część zobowiązań z tytułu emisji obligacji stabilnościowych. W celu zapewnienia bezwarunkowego wykupu obligacji stabilnościowych, nawet w przypadku niewykonania zobowiązania, państwa członkowskie mogłyby jednak rozważyć szereg mechanizmów wsparcia jakości kredytowej emisji. Po pierwsze, emisja obligacji stabilnościowych mogłaby zyskać status długu uprzywilejowanego. Po drugie, obligacje stabilnościowe mogłyby być częściowo zabezpieczone (np. środkami pieniężnymi, złotem, udziałami przedsiębiorstw publicznych itp.). Po trzecie, można by przeznaczyć określone strumienie dochodów na pokrycie kosztów obsługi zadłużenia związanych z obligacjami stabilnościowymi. Dzięki temu obligacje stabilnościowe otrzymałyby rating na poziomie AAA, chociaż ratingi krajowych obligacji państw członkowskich o niższej wiarygodności kredytowej najprawdopodobniej uległyby względnemu pogorszeniu.
- W przypadku gwarancji solidarnych, każde udzielające gwarancji państwo członkowskie byłoby odpowiedzialne nie tylko za swoją część zobowiązań z tytułu emisji obligacji stabilnościowych, ale także za część zobowiązań każdego innego państwa członkowskiego, które swoich zobowiązań nie wykonuje¹³. Nawet przy tej strukturze gwarancji nie można całkowicie wykluczyć, że rating obligacji stabilnościowych mógłby być zagrożony, jeżeli ograniczona liczba państw członkowskich posiadających rating na poziomie AAA musiałaby objąć gwarancjami bardzo duże zobowiązania innych państw członkowskich o niższym ratingu. Istnieje również ryzyko uruchomienia w skrajnym przypadku lawiny obniżek ratingów np. obniżenie ratingu większego państwa członkowskiego o ratingu AAA mogłoby skutkować obniżeniem ratingu obligacji stabilnościowych, co z kolei mogłoby negatywnie wpłynąć na rating kredytowy innych zaangażowanych państw członkowskich. W związku z tym istotne jest zapewnienie stosownych zabezpieczeń gwarantujących dyscyplinę budżetową zaangażowanych państw członkowskich za pomocą silnych ram zarządzania gospodarczego (i ewentualnie uprzywilejowania obligacji stabilnościowych wobec obligacji krajowych w wariantcie zakładającym utrzymanie obligacji krajowych).

Ramka 2: Możliwa redystrybucja korzyści finansowych między państwami członkowskimi

Ryzyko pokusy nadużycia wiążące się z emisją obligacji stabilnościowych objętych wspólnymi gwarancjami mogłoby zostać wyeliminowane dzięki wprowadzeniu mechanizmu redystrybucji części korzyści finansowych wynikających z emisji obligacji stabilnościowych między państwami członkowskimi o wyższych i niższych ratingach. Dzięki temu mechanizmowi proponowana emisja obligacji stabilnościowych byłaby równie korzystna dla wszystkich państw członkowskich należących do strefy euro. W celu zademonstrowania tej koncepcji można użyć przykładu dwóch hipotetycznych państw członkowskich:

¹³ W takim przypadku jednak zaangażowanym państwom członkowskim przysługiwałoby roszczenie wobec państwa członkowskiego niewykonującego swoich zobowiązań.

Dług publiczny obu państw członkowskich wynosi około 2 mld EUR, jednak rentowność obligacji krajowych o 5-letnim terminie wykupu wynosi 2 % w przypadku państwa członkowskiego A, a w przypadku państwa członkowskiego B – 5 %. Emisja obligacji stabilnościowych o terminie wykupu wynoszącym 5 lat i rentowności 2 % zapewniłaby obu państwom członkowskim pełne finansowanie. Każde z tych państw członkowskich miałoby 50 % udział w emisji obligacji stabilnościowych.

Część korzyści finansowych, które państwo członkowskie B uzyskałoby dzięki emisji obligacji stabilnościowych, mogłaby zostać przekazana państwu członkowskiemu A. Na przykład zniżka w wysokości 100 punktów bazowych dla państwa członkowskiego A mogłaby zostać sfinansowana z uzyskanej przez państwo członkowskie B premii wynoszącej 300 punktów bazowych. Tak więc obligacja stabilnościowa mogłaby być źródłem finansowania dla państwa członkowskiego A przy rentowności wynoszącej 1 %, a dla państwa członkowskiego B – przy rentowności wynoszącej 3 %. Oba państwa członkowskie ponosiłyby niższe koszty finansowania w porównaniu z obligacjami krajowymi.

Oczywiście konieczne byłoby opracowanie mechanizmu wewnętrznego podziału korzyści wynikających z emisji obligacji stabilnościowych, ale mechanizm ten byłby powiązany ze względными wynikami budżetowymi w kontekście ram zarządzania gospodarczego w strefie euro.

1.3.2. Zapewnienie zgodności z postanowieniami Traktatu UE

Zgodność z postanowieniami Traktatu UE miałaby zasadnicze znaczenie dla zapewnienia pomyślnego wprowadzenia obligacji stabilnościowych. Po pierwsze, obligacje stabilnościowe nie mogą naruszać zapisanego w Traktacie zakazu „przejmowania zobowiązań” państw członkowskich. Zgodność obligacji stabilnościowych z obecnymi ramami Traktatu zależy od konkretnej wybranej formy tych instrumentów. Niektóre warianty mogą rodzić konieczność zmian stosownych postanowień Traktatu. W art. 125 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE) zakazano państwom członkowskim przyjmowania zobowiązań innego państwa członkowskiego.

Emisja obligacji stabilnościowych objęta gwarancjami solidarnymi z założenia prowadziłaby do sytuacji, w której naruszony zostałby zakaz przejmowania zobowiązań innych państw członkowskich. W takiej sytuacji państwo członkowskie, bez względu na swój pierwotny udział w emisji, ponosiłoby faktycznie odpowiedzialność za zobowiązania finansowe innego państwa członkowskiego, gdyby państwo to nie było w stanie ich samo wypełnić. W takim przypadku konieczna byłaby zmiana Traktatu. Zmiana ta mogłaby zostać przeprowadzona w ramach uproszczonej procedury, w przypadku utworzenia urzędu ds. zarządzania wspólnym długiem w strefie euro w oparciu o międzyrządowe ramy, najprawdopodobniej wymagałaby jednak zastosowania zwykłej procedury, jeżeli byłaby bezpośrednio włączona w zakres unijnego prawa, ponieważ rozszerzałaby kompetencje UE. O ile w Traktacie nie zostaną ustanowione szczególne podstawy, podejście opierające się na unijnym prawie prawdopodobnie wymagałoby zastosowania art. 352 TFUE, co oznacza jednomyślne głosowanie w Radzie i zgodę Parlamentu Europejskiego. Emisja obligacji stabilnościowych oraz ściślejsza koordynacja gospodarcza i budżetowa konieczna do zapewnienia sukcesu tej operacji najprawdopodobniej wymagałaby również znacznych zmian prawa krajowego w pewnej liczbie państw członkowskich¹⁴.

¹⁴ Na przykład orzeczenie niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego z dnia 7 września 2011 r. zabrania niemieckiemu organowi ustawodawczemu ustanawiania stałego mechanizmu, „który skutkowałby przyjęciem odpowiedzialności za świadome decyzje innych państw członkowskich, szczególnie jeżeli rodziłyby konsekwencje, których wpływ jest trudny do wyliczenia.” Określono w nim również wymóg,

W świetle obowiązujących postanowień Traktatu możliwa byłaby emisja obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi. Na przykład znaczne zwiększenie dopuszczalnego poziomu pożyczek w ramach europejskiego mechanizmu stabilności oraz zmianę warunków udzielania pożyczek w celu umożliwienia temu mechanizmowi pożyczania środków pozyskanych na rynkach wszystkim państwom członkowskim strefy euro można by przeprowadzić w sposób zgodny z art. 125 TFUE, pod warunkiem że niezmienny zostanie proporcjonalny charakter klucza udziałowego związanego z europejskim mechanizmem stabilności. Ta sama logika miałaby zastosowanie do emisji ewentualnego urzędu ds. zarządzania wspólnym długiem, za którego zobowiązania zaangażowane państwa członkowskie odpowiadałyby wyłącznie proporcjonalnie do swojego udziału.

Zmiana Traktatu byłaby również konieczna w przypadku zamiaru wprowadzenia znacznie bardziej ingerencyjnych ram zarządzania gospodarczego w strefie euro. W zależności od specyfiki obligacji stabilnościowych, mechanizmy zarządzania i nadzoru budżetowego i gospodarczego w zaangażowanych państwach członkowskich musiałyby zostać wzmocnione, aby zapobiec pokusie nadużycia. Dalsze zmiany jakościowe systemu zarządzania, wykraczające poza propozycje zawarte we wnioskach wchodzących w skład pakietu z dnia 23 listopada, prawdopodobnie wymagałyby zmian Traktatu. W sekcji 3 bardziej szczegółowo omówiono warianty przewidujące wzmocnienia zarządzania budżetowego.

2. WARIANTY EMISJI OBLIGACJI STABILNOŚCIOWYCH

Zaproponowano wiele możliwych wariantów emisji obligacji stabilnościowych, szczególnie od czasu wybuchu kryzysu związanego z długiem państwowym w strefie euro. Warianty te można jednak zaliczyć do jednego z trzech szeroko sformułowanych podejść, na podstawie stopnia, w jakim emisja obligacji stabilnościowych zastąpi emisje obligacji krajowych (całkowicie lub częściowo), oraz charakteru gwarancji, jaką objęte zostaną obligacje stabilnościowe (gwarancja solidarna lub indywidualna). Te trzy główne podejścia to¹⁵:

- (1) całkowite zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi;
- (2) częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi; oraz
- (3) częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi.

W tej sekcji dokonano oceny każdego z tych rozwiązań pod kątem korzyści i warunków wstępnych określonych w sekcji 1.

¹⁵ zgodnie z którym również w ramach systemu zarządzania międzyrządowego fundamentalne decyzje dotyczące polityki budżetowej muszą pozostawać pod kontrolą Parlamentu. Możliwy byłby również czwarty wariant zakładający całkowite zastąpienie krajowych obligacji obligacjami stabilnościowymi objętymi gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi, jednak nie uwzględniono go, ponieważ nie różniłby się istotnie od istniejących mechanizmów emisji wspólnych obligacji. Ponadto można również wyobrazić sobie przypadki hybrydowe, na przykład gwarancje indywidualne w stosunku do zobowiązań dłużnych w połączeniu z ograniczoną gwarancją solidarną pozwalającą pokryć krótkoterminowe braki płynności.

2.1. Podejście nr 1: całkowite zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi

W ramach tego podejścia finansowanie sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro w całości zapewniałaby emisja obligacji stabilnościowych, przy rezygnacji z emisji obligacji krajowych. Chociaż państwa członkowskie mogłyby emitować obligacje stabilnościowe w sposób zdecentralizowany w drodze skoordynowanej procedury, to bardziej wydajnym rozwiązaniem byłoby stworzenie jednej agencji ds. długu w strefie euro¹⁶. Ta scentralizowana agencja emitowałaby obligacje stabilnościowe na rynku oraz rozdzielala przychody między państwami członkowskimi stosownie do ich potrzeb finansowych. Na tej samej zasadzie agencja prowadziłaby obsługę obligacji stabilnościowych, pobierając od państw członkowskich płatności z tytułu odsetek i kapitału. Emisje obligacji stabilnościowych objęte byłyby gwarancjami solidarnymi udzielanymi przez wszystkie państwa członkowskie strefy euro, co oznaczałoby konsolidację ich ryzyka kredytowego. Zważywszy na solidarny charakter gwarancji, rating kredytowy większych państw członkowskich strefy euro najprawdopodobniej miałby decydujące znaczenie przy ustalaniu ratingu obligacji stabilnościowych, co pozwala sądzić, że obligacje stabilnościowe emitowane dziś mogłyby liczyć na wysoki rating kredytowy. Niemniej jednak konieczna byłaby dogłębniejsza analiza konstrukcji gwarancji wzajemnych stanowiących nieodłączny element obligacji stabilnościowych oraz konsekwencji dla ratingu kredytowego i rentowności obligacji.

Podejście to najskuteczniej gwarantowałoby osiągnięcie korzyści z emisji obligacji stabilnościowych. Całkowite zastąpienie emisji krajowych obligacji emisją obligacji stabilnościowych zapewniłoby pełne refinansowanie dla wszystkich państw członkowskich, bez względu na stan ich krajowych finansów publicznych. W ten sposób możliwe byłoby przezwyciężenie poważnych ograniczeń w zakresie płynności, których doświadczają obecnie niektóre państwa członkowskie, oraz uniknięcie ponownego wystąpienia tych ograniczeń w przyszłości. Podejście to przyczyniłoby się również do stworzenia bardzo dużego i jednorodnego rynku obligacji stabilnościowych posiadającego ważne zalety, a mianowicie dużą płynność i niższe premie z tytułu ryzyka płynności. Nowe obligacje stabilnościowe stanowiąłyby wspólną obligację referencyjną strefy euro, a tym samym zapewniały efektywniejsze ramy odniesienia na potrzeby wyceny ryzyka w całym systemie finansowym strefy euro. Gwarantując dostępność wysokiej jakości zabezpieczenia mającego gwarancje państwowe dla instytucji finansowych we wszystkich państwach członkowskich, rynek ten pozwoliłby maksymalizować korzyści wynikające z emisji wspólnych obligacji poprzez zwiększenie odporności systemu finansowego strefy euro oraz skuteczności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Obligacje stabilnościowe emitowane przy zastosowaniu tego podejścia zapewniłyby również istnienie w światowym systemie finansowym drugiego rynku – „bezpiecznej przystani” – o wielkości i płynności porównywalnej do rynku amerykańskich obligacji skarbowych, a przez to byłyby najskuteczniejszym narzędziem zwiększającym międzynarodową pozycję euro.

To podejście wiązałoby się jednocześnie z największym ryzykiem pokusy nadużycia. Państwa członkowskie mogłyby praktycznie bezkarnie łamać dyscyplinę kosztem innych państw członkowskich, bez żadnych konsekwencji dla swoich kosztów finansowania. Dlatego też podejściu temu musiałoby towarzyszyć wprowadzenie bardzo skutecznych ram służących zapewnieniu dyscypliny budżetowej, konkurencyjności gospodarczej oraz ograniczeniu zaburzeń równowagi makroekonomicznej na poziomie krajowym. Ramy takie wymagałyby znacznego zacieśnienia integracji gospodarczej, finansowej i politycznej w porównaniu z

¹⁶ Zob. sekcję 4, w której omówiono korzyści i wady scentralizowanej i zdecentralizowanej emisji obligacji stabilnościowych.

obecną sytuacją. Bez tych ram jest jednak mało prawdopodobne, aby to ambitne podejście do emisji obligacji stabilnościowych przyniosło rezultat, który państwa członkowskie i inwestorzy byliby skłonni zaakceptować. Zważywszy na solidarne gwarancje dla obligacji stabilnościowych oraz wymaganą efektywność ram dyscypliny budżetowej i konkurencyjności gospodarczej w tym względzie, przedmiotowe podejście do emisji obligacji stabilnościowych niemal na pewno wymagałoby zmiany Traktatu.

W ramach tego podejścia konieczne byłoby określenie zakresu długu państwowego emitowanego za pośrednictwem obligacji stabilnościowych. W kilku państwach członkowskich obligacje emituje nie tylko rząd centralny, ale także władze regionalne lub komunalne¹⁷. Zasadniczo istnieją argumenty przemawiające za uwzględnieniem emisji obligacji na szczeblu regionalnym i samorządowym. Oczywistą korzyścią takiego rozwiązania byłoby poszerzenie zakresu oddziaływania potencjalnych korzyści wynikających ze stabilności, płynności i integracji rynku. Rozwiązanie to byłoby również zgodne z unijnym podejściem do nadzoru budżetowego, obejmującego zadłużenie i deficyt całego sektora instytucji rządowych i samorządowych. Z drugiej strony, konsolidacja wyłącznie emisji obligacji rządów centralnych stanowiłaby bardziej przejrzysty i bezpieczniejszy układ. Dane dotyczące sektora instytucji rządowych są zazwyczaj łatwiej dostępne, co nie zawsze ma miejsce w przypadku władz samorządowych. Ponadto emisja obligacji obejmowałaby tylko deficyt znajdujący się pod pełną kontrolą rządów centralnych. Z czysto rynkowego punktu widzenia takie obligacje stabilnościowe zastąpiłyby wyłącznie powszechnie znane obligacje rządów centralnych, co ułatwiłoby ocenę i wycenę tych nowych obligacji¹⁸.

W ramach tego podejścia proces wdrożeniowy mógłby być zorganizowany wielorako, w zależności od pożądanego tempa wprowadzenia nowych obligacji. W przyśpieszonym procesie wdrożeniowym przedmiotem nowych emisji byłyby w całości obligacje stabilnościowe, a pozostające w obrocie obligacje skarbowe mogłyby zostać przekonwertowane na nowe obligacje stabilnościowe tzn. poprzez zamianę pewnej liczby krajowych obligacji skarbowych na nowe obligacje stabilnościowe. Główną korzyścią tego wariantu byłoby niemal natychmiastowe utworzenie płynnego rynku z krzywą referencyjnych wskaźników rentowności dla całego spektrum terminów wykupu. Wykup dotychczasowych obligacji mógłby również złagodzić obecne poważne problemy finansowe państw członkowskich o dużej stopie zadłużenia oraz wysokich stopach procentowych. Operacja ta może być jednak skomplikowana i wymagać będzie ostrożnej kalibracji współczynnika konwersji, aby zminimalizować zakłócenie rynku. Alternatywnym rozwiązaniem mógłby być bardziej stopniowy plan wprowadzenia obligacji stabilnościowych tzn. pełna, a nawet tylko częściowa, nowa emisja brutto obligacji stabilnościowych w każdym państwie członkowskim, przy zachowaniu obrotu dotychczasowymi obligacjami skarbowymi w strefie euro na rynku wtórnym. Rozwiązanie to pozwoliłoby rynkowi stopniowo oswoić się z nowym instrumentem i opracować narzędzia do jego analizy/wyceny, a tym samym powodowałyby mniejsze ryzyko zakłócenia rynku. W tym wariantcie stworzenie kompletnego rynku obligacji stabilnościowych zajęłoby jednak kilka lat (w zależności od terminów wykupu pozostających w obrocie obligacji), opóźniając ewentualne korzyści. Jeżeli chodzi o dotychczasowe, pozostające w obrocie obligacje, segment ten ulegałby stopniowemu zanikowi, w miarę jako obligacje te byłyby zastępowane przez obligacje stabilnościowe i nowo emitowane obligacje krajowe. W związku z tym ogólna płynność tego segmentu malałaby wraz z upływem czasu,

¹⁷ Dotyczy to szczególnie Niemiec oraz, w mniejszym stopniu, Hiszpanii i Francji.

¹⁸ W przypadku tego węższego zasięgu obligacji stabilnościowych, państwa członkowskie musiałyby zobowiązać się do nieemitowania swoich krajowych lub innych państwowych obligacji, w tym w odniesieniu do swoich jednostek subfederalnych, jeżeli włączone zostaną do systemu wspólnej emisji obligacji.

a w konsekwencji premia z tytułu płynności dotychczasowych obligacji mogłaby stopniowo rosnać.

W związku z koniecznością zmiany Traktatu realizacja tego podejścia mogłaby zająć dużo czasu.

2.2. Podejście nr 2: częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi

W ramach tego podejścia emisja obligacji stabilnościowych objęta byłaby gwarancjami solidarnymi, ale zastąpiłaby krajowe emisje obligacji tylko w ograniczonym zakresie. Obligacje krajowe w części nie emitowanej w formie obligacji stabilnościowych nadal objęte byłyby indywidualnymi gwarancjami poszczególnych państw. To podejście do wspólnej emisji obligacji znane jest jako „podejście niebiesko-czerwone”¹⁹. I tak, rynek obligacji państwowych w strefie euro składałby się z dwóch odrębnych obszarów obejmujących odpowiednio:

- *obligacje stabilnościowe* („obligacje niebieskie”): emisja obligacji stabilnościowych prowadzona byłaby tylko do pewnego z góry określonego poziomu, a zatem niekoniecznie zaspokajałaby pełne potrzeby wszystkich państw członkowskich w zakresie refinansowania. Obligacje te objęte byłyby solidarną gwarancją i zapewniałyby jednolitą stopę refinansową dla wszystkich państw członkowskich²⁰.
- *krajowe obligacje skarbowe* („obligacje czerwone”). Pozostała część obligacji potrzebnych do sfinansowania budżetów państw członkowskich byłaby emitowana na poziomie krajowymi i objęta byłaby gwarancjami krajowymi. W związku z tym obligacje krajowe byłyby de facto obligacjami podporządkowanymi w stosunku do obligacji stabilnościowych, ze względu na fakt objęcia tych ostatnich gwarancjami solidarnymi²¹. Wielkość krajowej emisji w poszczególnych państwach członkowskich zależałaby od uzgodnionej wielkości wspólnej emisji obligacji stabilnościowych i ogólnych potrzeb poszczególnych państw w zakresie refinansowania. W zależności od wielkości tych rynków i emisji uzupełniających obligacji krajowych oraz jakości kredytowej danego państwa, krajowe obligacje miałyby płynność oraz charakterystykę kredytową typową dla danego państwa, a zatem różną rentowność, także dlatego, że znaczna część ryzyka kredytowego danego kraju koncentrowałaby się w obligacjach krajowych, zwiększając poziom ryzyka kredytowego²². Zwiększona presja rynkowa w stosunku do obligacji krajowych gwarantowałaby zachowanie dyscypliny rynkowej.

Przy tym podejściu kluczową kwestię stanowią szczegółowe kryteria służące ustaleniu względnych proporcji emisji obligacji stabilnościowych i emisji obligacji krajowych. W tym względzie istnieją dwa podstawowe warianty:

¹⁹ Zob. Delpla, J. and von Weizsäcker, J. (2010). Autorzy ci zaproponowali pułap długu w wysokości 60% PKB, uzasadniony kryteriami z Maastricht.

²⁰ Podobnie jak w podejściu nr 1 emisja obligacji stabilnościowych mogłaby być prowadzona w sposób zdecentralizowany, przy czym prawdopodobnie skuteczniej zarządzana byłaby jednak przez centralną agencję ds. zarządzania długiem.

²¹ Takie podporządkowanie obligacji krajowych miałoby wyłącznie miejsce w przypadku nowo emitowanych obligacji krajowych tzn. obligacji krajowych emitowanych po wprowadzeniu obligacji stabilnościowych. Z drugiej strony, pozostające w obrocie „stare” lub „dotychczasowe” obligacje krajowe musiałyby posiadać ten sam status co obligacje stabilnościowe, ponieważ zmiana ich statusu oznaczałaby formalnie rzecz biorąc niewykonanie zobowiązania.

²² Delpla i von Weizsäcker twierdzą, że z powodu wysokiego ryzyka niewykonania zobowiązań, dług „czerwony” powinien być zasadniczo utrzymywany poza sektorem bankowym poprzez wyłączenie go spod operacji refinansujących EBC i stosowania w stosunku do niego wyśrubowanych wymogów kapitałowych obowiązujących w systemie bankowym.

- *Prosty system oparty na określonych zasadach*: Na przykład każdemu państwu członkowskiemu przysługiwałaby kwota z tytułu obligacji stabilnościowych odpowiadająca określonemu procentowi jego PKB, być może odzwierciedlającemu kryterium traktatowe wynoszące 60 %. Istotną kwestią, którą należy rozważyć, jest wielkość ryzyka, która skoncentrowana byłaby w krajowych (i podporządkowanych) obligacjach – poziom tego ryzyka zależałby od wielkości wspólnej emisji (im wyższy udział emisji obligacji stabilnościowych, tym większe ryzyko skoncentrowane będzie w uzupełniających obligacjach krajowych). W celu uniknięcia nadmiernej koncentracji ryzyka kredytowego w obligacjach krajowych, przy jednoczesnym zapewnieniu korzyści w zakresie płynności wynikających ze wspólnej emisji, być może należałoby ustalić pułap wspólnej emisji na ostrożniejszym poziomie.
- *Bardziej elastyczny system powiązany z przestrzeganiem polityki*: Maksymalną wielkość emisji obligacji stabilnościowych dla danego państwa członkowskiego można by ustalić podobnie jak w powyższym wariantcie, z tym że pułap ten byłby w każdym czasie uzależniony od przestrzegania przez dane państwo członkowskie przepisów i zaleceń przyjętych w ramach zarządzania gospodarczego w strefie euro. Nieprzestrzeganie wspomnianych przepisów i zaleceń karane byłoby (być może automatycznym) obniżeniem stosownego pułapu zadłużenia za pośrednictwem obligacji stabilnościowych dla danego państwa członkowskiego (zob. również sekcja 3). System ten służyłby również jako quasi-automatyczny mechanizm stabilizujący jakość kredytową obligacji stabilnościowych, ponieważ udział państw członkowskich mających gorsze wyniki budżetowe w ich emisji podlegałby ograniczeniu.

Kwestią zasadniczej wagi będzie wiarygodność pułapu emisji obligacji stabilnościowych. Z chwilą wyczerpania przydzielonych zasobów obligacji „niebieskich” koszty finansowania państwa członkowskiego mogą znacznie wzrosnąć. Może to rodzić presję polityczną na zwiększenie tego pułapu. Jeżeli nie będą istnieć silne mechanizmy zabezpieczające przed tego rodzaju presją, perspektywa „miękkiego” pułapu może w dużej części zniwelować dyscyplinujący wpływ podejścia niebiesko-czerwonego. Dlatego też, bez względu na kryteria ustalone na potrzeby określenia pułapu emisji obligacji stabilnościowych, konieczne byłoby utrzymanie tego pułapu na niezmiennym poziomie i niewprowadzanie do niego arbitralnych zmian np. w odpowiedzi na presję polityczną.

To podejście do emisji obligacji stabilnościowych jest mniej ambitne, niż całkowite zastąpienie emisji krajowych emisją nowych wspólnych obligacji, a zatem zapewnia mniejsze korzyści gospodarcze i finansowe. Z powodu uprzywilejowanego statusu obligacji stabilnościowych w stosunku do obligacji krajowych oraz struktury gwarancji, którymi są objęte, obligacje te wiązałyby się z bardzo niskim ryzykiem kredytowym, co znalazłoby odzwierciedlenie w ich wysokim ratingu kredytowym (tzn. AAA). Rentowność obligacji stabilnościowych byłaby zatem porównywalna z rentownością dotychczasowych obligacji skarbowych o ratingu AAA emitowanych w strefie euro. W rezultacie, istniałyby analogiczne korzyści w postaci stabilności finansowej strefy euro, transmisji polityki pieniężnej oraz międzynarodowej roli euro, chociaż na mniejszą skalę, niż w przypadku bardziej ambitnego podejścia zakładającego całkowite zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych. Ponieważ osiągnięcie uzgodnionego pułapu w ramach emisji obligacji stabilnościowych zajmie najprawdopodobniej kilka lat, wszystkie państwa członkowskie miałyby w początkowym okresie bardzo szeroki dostęp do rynków finansowych za pośrednictwem obligacji stabilnościowych. Podejście to pozwoliłoby przewyciężyć ewentualne ograniczenia w zakresie płynności doświadczane przez niektóre państwa członkowskie, przy czym jednak w tym okresie wiązałoby się ono z ryzykiem powstania tej samej pokusy nadużycia, o której wspomniano w sekcji 2.1 przy omawianiu podejścia

zakładającego całkowite zastąpienie dotychczasowych obligacji obligacjami stabilnościowymi. Ponieważ wspomniane państwa musiałyby wrócić do emitowania obligacji krajowych w momencie osiągnięcia pułapu emisji obligacji stabilnościowych, konieczne jest zagwarantowanie przez nie, że w tym okresie dokonają korekty budżetowej i podejmą reformy strukturalne wymagane, aby zyskać zaufanie inwestorów, a tym samym utrzymać dostęp do rynków po początkowym okresie. Rentowność nowo emitowanych obligacji krajowych wzrosłaby jednak z powodu ich podporządkowanego statusu. Zakładając, że emisja obligacji stabilnościowych osiągnie względnie wysoki poziom, rynek powinien osiągnąć płynność, ale stopień tej płynności będzie niższy niż w przypadku, gdyby całość emisji realizowana była w ramach obligacji stabilnościowych, ponieważ uzupełniające obligacje krajowe również będą posiadać pewien udział w rynku.

Z drugiej strony, w ramach tego podejścia warunki wstępne emisji obligacji stabilnościowych byłyby nieco mniej wiążące. Określenie pułapu emisji obligacji stabilnościowych pomogłoby ograniczyć pokusę nadużycia poprzez utrzymanie wysokiego poziomu dyscypliny rynkowej dzięki konieczności emisji uzupełniających obligacji krajowych. Związek między pokusą nadużycia, dyscypliną rynkową oraz ryzykiem efektu domina przy ustalaniu właściwego pułapu emisji obligacji stabilnościowych nie jest jednak prosty. Względnie niski pułap emisji obligacji stabilnościowych (oznaczający duży udział uzupełniających emisji krajowych) przyczyniłby się do ograniczenia pokusy nadużycia, ale mógłby sprawić, że państwa członkowskie o obecnie wysokim poziomie zadłużenia pozostałyby narażone na ryzyko niewykonania zobowiązań z tytułu swoich krajowych obligacji. Takie katastrofalne niewywiązanie się z zobowiązań niesłoby ze sobą ryzyko efektu domina dla całej strefy euro. Względnie wysoki pułap emisji obligacji stabilnościowych (oznaczający niski udział uzupełniających emisji krajowych) oznaczałby większe ryzyko wystąpienia pokusy nadużycia, jednak nadal nie wykluczałby ryzyka niewykonania zobowiązań przez państwo członkowskie, choć przy mniej katastrofalnych skutkach i mniejszym ryzyku efektu domina dla całej strefy euro. Emisja obligacji stabilnościowych nadal musiałaby być realizowana w oparciu o solidne ramy służące utrzymaniu dyscypliny budżetowej oraz konkurencyjności gospodarczej na poziomie krajowym, chociaż dyscyplina rynkowa zapewniona dzięki utrzymaniu emisji krajowej mogłaby oznaczać mniej dramatyczne ustępstwa w dziedzinie suwerenności, niż w przypadku podejścia przewidującego całkowite zastąpienie krajowych obligacji obligacjami stabilnościowymi. Jednocześnie wybór pułapu emisji obligacji stabilnościowych determinowałby prawdopodobną jakość kredytową tych obligacji. Względnie niski pułap przyczyniłby się do wzmocnienia jakości kredytowej obligacji stabilnościowych, jako że ograniczałby wielkość długu objętego silniejszymi gwarancjami solidarnymi²³. Objęcie emisji obligacji stabilnościowych gwarancją solidarną niemal na pewno wymagałoby zmiany Traktatu.

Również w ramach tego podejścia proces wdrożeniowy mógłby być zorganizowany wielorako, w zależności od pożądanego tempa wprowadzenia nowych obligacji. W ramach wdrożenia przyspieszonego pewna część pozostających w obrocie obligacji skarbowych w strefie euro zostałaby zastąpiona przez obligacje stabilnościowe w uprzednio określonym terminie, z zastosowaniem uprzednio określonych współczynników. Taki krok

²³ W propozycji Bruegela pułap określono na 60 % PKB, stosując kryterium z Maastricht jako wartość referencyjną, jednak przedstawiono również inne propozycje, w których pułap ten określono na jeszcze niższym poziomie. Argumentowano, że odpowiednio niski pułap faktycznie gwarantuje zerowe ryzyko niewykonania zobowiązań z tytułu obligacji strefy euro. Standardowe założenie przy wycenie ryzyka niewykonania zobowiązania stanowi, że w przypadku niewypłacalności możliwe jest odzyskanie 40 % wierzytelności. Stosując tę przesłankę do długu państwowego, ustanowienie pułapu na poziomie poniżej tej wartości możliwych do odzyskania wierzytelności oznaczałoby, że dług wyemitowany w ramach wspólnego programu emisji będzie obsługiwany w każdych okolicznościach.

sprawiłby, że obligacje stabilnościowe szybko osiągnęłyby masę krytyczną, prowadząc do powstania odpowiednio płynnego rynku z krzywą referencyjnych wskaźników rentowności dla całego spektrum terminów wykupu. Mogłoby to jednak znaczyć, że większość państw członkowskich osiągnie ustalony pułap już w momencie konwersji i będzie zmuszonych nadal pozyskiwać środki z rynków kapitałowych za pomocą obligacji krajowych. Przy obecnych warunkach rynkowych mogłoby to stanowić wadę dla niektórych państw członkowskich. W ramach bardziej stopniowego wdrożenia przedmiotem wszystkich (lub niemal wszystkich) nowych emisji brutto państw członkowskich byłyby obligacje stabilnościowe do czasu osiągnięcia docelowego pułapu emisji tych obligacji. Ponieważ przez kilka lat emitowane byłyby wyłącznie (lub niemalże wyłącznie) obligacje stabilnościowe, to podejście pozwoliłoby złagodzić presję rynkową i dałoby osłabionym państwom członkowskim czas niezbędny, aby wprowadzone reformy mogły przynieść zamierzony skutek. Okres przejściowy rodzi jednak szczególne wyzwania, ponieważ wysoko zadłużone państwa rolują dług częściej i w większym stopniu. O ile nie zostaną uzgodnione inne rozwiązania, zastąpienie zadłużenia tych państw obligacjami stabilnościowymi do wysokości określonego pułapu nastąpi szybciej niż przeciętnie, natomiast w przypadku państw posiadających zadłużenie poniżej tego pułapu, proces ten trwałby dłużej. W rezultacie w fazie przejściowej doszło by do nadmiernego wzrostu ryzyka indywidualnego, zabezpieczonego ewentualną gwarancją „solidarną”, natomiast z drugiej strony efekt płynnościowy, stanowiący rekompensatę dla państw o ratingu AAA, byłby nadal niewielki. Konieczne może być uwzględnienie tej specyfiki w mechanizmach zarządzania. Na przykład alternatywnym rozwiązaniem mogłoby być określenie rocznych, określonych z góry pułapów, które powoli rosłyby od zera do pożądanej długoterminowej wartości.

Ponieważ realizacja tego podejścia wymagałaby zmiany Traktatu, jego wdrożenie – podobnie jak w przypadku podejścia nr 1 – mogłoby zająć dużo czasu. Podejście to wymagałoby jednak mniejszych zmian w systemie zarządzania gospodarczego i budżetowego, dzięki częściowemu powierzeniu rynkowi funkcji sygnalizowania nieprawidłowości i funkcji dyscyplinującej, co mogłoby uczynić proces wdrożeniowy mniej złożonym i mniej czasochłonnym.

Ramka 3: Pakt na rzecz amortyzacji zadłużenia i obligacje bezpieczne

Konkretnym przykładem podejścia zakładającego częściowe zastąpienie obligacji krajowych obligacjami stabilnościowymi jest propozycja przedstawiona przez niemiecką Radę Ekspertów Gospodarczych (GCEE) w jej rocznym sprawozdaniu za rok 2011/12²⁴ dotycząca obligacji bezpiecznych będąca częścią strategii redukcji zadłużenia w całej strefie euro mającej na celu ponowne obniżenie poziomu długu państwowego poniżej pułapu 60 % określonego w Traktacie z Maastricht.

Jednym z filarów tej strategii jest tzw. fundusz amortyzacji zadłużenia. W funduszu amortyzacji zadłużenia gromadzony byłby dług państwowy przekraczający 60 % PKB poszczególnych państw członkowskich należących do strefy euro. Za skonsolidowany dług zaangażowane państwa członkowskie ponosiłyby odpowiedzialność solidarną. Każde zaangażowane państwo byłoby zobowiązane, w ramach określonej ścieżki konsolidacyjnej, samodzielnie dokonać wykupu przeniesionego długu w okresie 20–25 lat. Dzięki istnieniu odpowiedzialności solidarnej w okresie spłaty powstałyby obligacje bezpieczne. W praktyce fundusz amortyzacji zadłużenia emitowałby obligacje bezpieczne, a przychody z tego tytułu wykorzystywane byłyby przez zaangażowane państwa do zaspokajania swoich uprzednio uzgodnionych bieżących potrzeb finansowych w zakresie wykupu pozostających w obrocie

²⁴ Opublikowanym w dniu 9 listopada 2011 r., <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, pkt 9–13 i 184–197.

obligacji i nowych pożyczek. Stąd też transfer długu następowałby stopniowo przez okres około pięciu lat. Państwa członkowskie posiadające zadłużenie na poziomie przekraczającym 60 % PKB nie musiałyby więc w początkowym okresie konsolidacji długu, pozyskiwać finansowania na rynku, o ile utrzymywałyby uprzednio uzgodnioną ścieżkę redukcji zadłużenia. Po początkowym okresie, poziom niespłaconego długu w strefie euro obejmowałby: (i) dług krajowy do wysokości 60 % PKB danego państwa oraz (ii) dług przeniesiony do funduszu amortyzacji zadłużenia stanowiący nadwyżkę zadłużenia w momencie przeniesienia. Otwartą kwestią pozostaje na przykład ryzyko funduszu, a także wpływ zabezpieczenia obligacji emitowanych przez fundusz na ich faktyczne uprzywilejowanie.

Zaproponowany przez GCEE pakt na rzecz amortyzacji zadłużenia łączy (czasową) wspólną emisję obligacji z surowymi zasadami korekty budżetowej. Nie stanowi on propozycji obligacji stabilnościowych w rozumieniu niniejszej zielonej księgi w tym sensie, że wspólna emisja miałaby charakter tymczasowy, a korzystałyby z niej tylko państwa członkowskie posiadające wskaźnik zadłużenia na poziomie powyżej 60 % PKB. GCEE proponuje raczej wprowadzenie czasowego narzędzia finansującego, które dałoby wszystkim państwom członkowskim należącym do strefy euro czas na obniżenie swojego długu do poziomu poniżej 60 % PKB. Z chwilą osiągnięcia tego celu fundusz i obligacje bezpieczne uległyby automatycznej likwidacji. Dlatego też obligacje bezpieczne stanowią narzędzie kryzysowe, a nie mechanizm stałej integracji rynków obligacji skarbowych w strefie euro. Mimo swojego czasowego charakteru pakt na rzecz amortyzacji zadłużenia mógłby przyczynić się do rozwiązania obecnego problemu związanego z nadmiernym poziomem zadłużenia.

2.3. Podejście nr 3: częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi

W ramach tego podejścia obligacje stabilnościowe również tylko częściowo zastąpiłyby obligacje krajowe i objęte byłyby proporcjonalnymi gwarancjami poszczególnych państw członkowskich strefy euro²⁵. Podejście to różni się od podejścia nr 2 tym, że państwa członkowskie byłyby odpowiedzialne za swój udział w emisji obligacji stabilnościowych, a także za swoje własne obligacje krajowe. Kwestie dotyczące proporcji obligacji stabilnościowych i obligacji krajowych, w tym wybór pułapu emisji obligacji stabilnościowych, w dużej mierze byłyby takie same.

To podejście do emisji obligacji stabilnościowych przyniosłoby mniej korzyści wynikających ze wspólnej emisji, za to wymagałoby spełnienia mniejszej liczby warunków wstępnych. Dzięki objęciu emisji gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi, ograniczeniu uległaby pokusa nadużycia. Emitując swoje obligacje, państwa członkowskie nie mogłyby skorzystać na potencjalnie wyższej jakości kredytowej innych państw członkowskich. Ponadto z powodu utrzymanej emisji obligacji krajowych państwa członkowskie podlegałyby kontroli i ocenie rynku, co stanowiłoby dodatkowy, potencjalny i czasami silny czynnik zniechęcający do podejmowania nieodpowiedzialnych praktyk budżetowych. Chociaż podejście to miałoby bardziej ograniczony udział w zapewnianiu efektywności i stabilności rynków finansowych, to jednak można by je w łatwiejszy i szybszy sposób wdrożyć. Zważywszy na indywidualny, a nie solidarny charakter gwarancji, państwa członkowskie ponoszące wysokie koszty premii z tytułu ryzyka rynkowego odniosłyby znacznie mniejsze korzyści z wysokiej wiarygodności kredytowej państw członkowskich emitujących nisko oprocentowane obligacje w porównaniu z podejściem nr 2, a zwłaszcza w porównaniu z podejściem nr 1. W tym sensie potencjalny wpływ podejścia nr 3 na ograniczenie kryzysu związanego z długiem państwowym w strefie euro oraz jego ewentualnych konsekwencji dla sektora finansowego byłby o wiele bardziej ograniczony. Zważywszy jednak na możliwość potencjalnie znacznie szybszej realizacji tego podejścia, mogłoby ono – w przeciwieństwie do dwóch pozostałych podejść – potencjalnie pomóc w rozwiązaniu obecnego kryzysu związanego z długiem państwowym.

Kluczową kwestię wiążącą się z tym podejściem stanowi charakter gwarancji, którą objęta byłaby emisja obligacji stabilnościowych. Przy braku jakiegokolwiek wsparcia jakości kredytowej, jakość kredytowa obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi równa byłaby w najlepszym przypadku średniej (ważonej) jakości kredytowej poszczególnych państw członkowskich należących do strefy euro. Podstawą określenia jakości kredytowej tych obligacji mogłaby być nawet jakość kredytowa państwa członkowskiego o najniższym ratingu, chyba że obligacje te posiadałyby wiarygodny uprzywilejowany status w stosunku do obligacji krajowych w przypadku wszystkich państw członkowskich (zob. poniżej). Mogłoby to skutkować ograniczoną akceptacją tego instrumentu wśród inwestorów oraz państw członkowskich o wyższym ratingu oraz podważyć korzyści związane z obligacjami stabilnościowymi, zwłaszcza ich odporność w okresie napięć w systemie finansowym.

W celu zwiększenia poziomu akceptacji obligacji stabilnościowych emitowanych w ramach tego podejścia można by podnieść jakość gwarancji, którymi objęta byłaby emisja tych obligacji. Państwa członkowskie mogłyby uprzywilejować obsługę zadłużenia z tytułu obligacji stabilnościowych. Ponadto państwa członkowskie mogłyby ustanowić

²⁵ Podejście to przeanalizowano w sprawozdaniu grupy Giovanniniego (2000) – jednak przy założeniu emisji zdecentralizowanej, a ostatnio zostało zaproponowane przez De Grauwe'a i Moesena (2009), Montiego (2010) oraz Junckera i Tremonti (2010).

zabezpieczenie np. w postaci rezerw gotówkowych czy rezerw złota, które w większości państw UE znacznie przewyższają ich potrzeby, a także przeznaczyć przychody z określonego podatku na obsługę obligacji stabilnościowych. Wykonalność tego wariantu, w większym stopniu, niż w przypadku podejścia nr 2, w którym wspólna emisja zabezpieczona jest gwarancjami solidarnymi, zależy od uprzywilejowanego statusu wspólnych obligacji oraz ustalonego na ostrożnym poziomie pułapu wspólnej emisji. Wskazuje to na konieczność przeprowadzenia starannej analizy konsekwencji tego wariantu dla obligacji znajdujących się obecnie w obrocie, w przypadku których mogą istnieć klauzule przewidujące zobowiązanie do nieustanawiania obciążeń, oraz znalezienia odpowiednich rozwiązań.

Chociaż w normalnych warunkach całkowity koszt zadłużenia dla danego państwa powinien pozostać na niezmiennym poziomie, a nawet zmaleć, koszt krańcowy zadłużenia wzrósłby. Powinno to przyczynić się do ograniczenia pokusy nadużycia i wprowadzenia dyscypliny budżetowej, nawet w przypadku braku szczególnych form wzmocnionego zarządzania lub zaostrzonego nadzoru budżetowego. Obligacje stabilnościowe stanowiłyby w ten sposób ogniwo nowo ustanowionego pakietu przepisów w zakresie zarządzania i wzmocniłyby jego skuteczność, pod warunkiem że wysokość kwot finansowanych za pośrednictwem wspólnych obligacji byłaby ustalana w ścisłym związku z celami budżetowymi określonymi w programach stabilności oraz stanowiła silny bodziec do szybkiego obniżenia poziomu ogólnego zadłużenia²⁶. Pozwoliłoby to również wyeliminować konieczność zmiany Traktatu w tym względzie. Utrzymanie wysokiej jakości kredytowej obligacji stabilnościowych najprawdopodobniej wymagałoby jednak przyjęcia prawodawstwa wtórnego w celu ustanowienia uprzywilejowanego statusu obligacji stabilnościowych.

Alternatywne sposoby postępowania z dotychczasowymi obligacjami, jak również ich zalety i wady, byłyby podobne do tych, które opisano w części poświęconej podejściu nr 2.

Wariant ten mógłby zostać zrealizowany względnie szybko. Możliwa byłaby jego realizacja bez konieczności zmian Traktatu o UE, natomiast prawodawstwo wtórne byłoby pomocne przy wzmocnieniu uprzywilejowanego charakteru nowych obligacji. Ponadto obligacje stabilnościowe tylko częściowo zastąpiłyby obligacje krajowe.

2.3.1. Połączenie podejść

Ponieważ trzy rozpatrywane podejścia różnią się między sobą pod względem zakresu, ambitności i wymaganego czasu wdrożenia, możliwe byłoby również ich połączenie. Podejście nr 1 można uznać za najbardziej ambitny wariant, który zapewniłby najlepsze wyniki pod względem integracji rynku i wzmocnienia jego stabilności, lecz który zapewne wymagałby znacznego czasu na wdrożenie. Z drugiej strony, podejście nr 3, mające inny zakres i strukturę gwarancji, zdaje się w większym stopniu nadawać do szybkiej realizacji. Dlatego też przewiduje ono pewien kompromis między ambitnymi cechami i zakresem obligacji stabilnościowych, a możliwym tempem ich wprowadzenia. W celu przewyciężenia ograniczeń wynikających z tego kompromisu możliwe jest połączenie różnych wariantów, które stanowiłyby kolejne etapy procesu stopniowej realizacji koncepcji wspólnych obligacji: względnie wczesnego wprowadzenia obligacji stabilnościowych w ramach podejścia

²⁶ Podobne rozwiązanie, które prawdopodobnie wymagałoby zmiany Traktatu, zaproponował Bini-Smaghi: wprowadzenie obligacji strefy euro zabezpieczonych proporcjonalnymi gwarancjami, jednak z przeniesieniem prawa emisji długu z państw członkowskich na ponadnarodową agencję. Dług mógłby być emitowany do wysokości pułapu uzgodnionego przez Radę w ramach procesu corocznego zatwierdzania programów stabilności, co uniemożliwiałoby emisję długu w celu pokrycia wydatków wykraczających poza limit zadłużenia ustalany co roku. Powstałby w ten sposób „hamulec zadłużenia”, który zmuszałby dane państwo do podjęcia odpowiednio wczesnej decyzji, z chwilą gdy poziom jego zadłużenia niebezpiecznie zbliżyłby się do uzgodnionego pułapu.

zakładającego częściowe zastąpienie obligacji krajowych i strukturę gwarancji indywidualnej, w połączeniu z planem działania na rzecz dalszego rozwoju tego instrumentu oraz związanego z tym zacieśniania zarządzania. Taki z góry określony plan działań politycznych mógłby pomóc w zapewnieniu akceptacji obligacji stabilnościowych przez rynek już od samego początku.

2.3.2. Wpływ na państwa członkowskie UE spoza strefy euro oraz państwa trzecie

Zwykle przyjmuje się, że w systemie emisji obligacji stabilnościowych uczestniczyć będą państwa członkowskie należące do strefy euro²⁷. Wynika to z naturalnego dążenia państw członkowskich do emisji długu i utrzymywania rynków w swojej własnej walucie oraz z faktu, że obligacje strefy euro mogą stanowić element ściślejszej integracji gospodarczej i politycznej. Niemniej jednak wprowadzenie obligacji stabilnościowych, którym towarzyszyłoby wzmocnienie ram zarządzania gospodarczego, miałyby również wpływ na państwa członkowskie spoza strefy euro. Stabilność finansowa w całej strefie euro, do której przyczyniłyby się obligacje stabilnościowe, bezpośrednio i w istotny sposób zwiększyłaby stabilność rynków i instytucji finansowych w tych państwach. Te same korzyści odniosłyby państwa trzecie, o ile posiadają gospodarcze i finansowe związki ze strefą euro. Z drugiej strony, powstanie – dzięki obligacjom stabilnościowym – bardzo dużego i wiarygodnego rynku bezpiecznych aktywów może przyczynić się do zwiększonej konkurencji między rynkami finansowymi o względy inwestorów.

Tabela 1: Charakterystyka trzech głównych wariantów

	(Wariant 1)	(Wariant 2)	(Wariant 3)
Główne cechy			
– stopień zastąpienia obligacji krajowych obligacjami stabilnościowymi	całkowite	częściowe	częściowe
– struktura gwarancji	solidarna	solidarna	indywidualna (nie solidarna) połączona z innymi mechanizmami wsparcia jakości kredytowej
Główny wpływ			
– na średnie koszty finansowania	1/ średni pozytywny wpływ	1/ średni pozytywny wpływ	1/ średni pozytywny wpływ, niższy efekt
1/ dla całej emisji obligacji stabilnościowych	wynikający z bardzo dużej płynności	wynikający z średniej płynności i ograniczonej pokusy nadużycia;	płynnościowy oraz skuteczniejsza polityka wynikająca z zaostrzonej dyscypliny rynkowej;
2/ w poszczególnych państwach	częściowo zneutralizowany silną pokusą nadużycia;	2/ słabsze przesunięcie korzyści z państw o wyższym ratingu do państw o niższym ratingu;	2/ brak wpływu na poszczególne państwa; silniejsza presja rynkowa na państwa członkowskie
	2/ silne przesunięcie korzyści z państw	2/ pewna presja rynkowa na państwa	o

²⁷ Nawet jeżeli, szczególnie w ramach podejścia nr 3, możliwe wydaje się uczestnictwo w systemie wspólnych obligacji państw członkowskich spoza strefy euro.

	o wyższym ratingu do państw o niższym ratingu	o wysokim poziomie zadłużenia i kredytowym <i>subprime</i>	o wysokim poziomie ratingu kredytowym <i>subprime</i>
– na potencjalną pokusę nadużycia (bez wzmocnionego zarządzania)	wysoki	średni, lecz silne bodźce rynkowe skłaniające do przestrzegania dyscypliny budżetowej	niski, silne bodźce rynkowe skłaniające do przestrzegania dyscypliny budżetowej
– na integrację finansową w Europie	wysoki	średni	średni
– na światową atrakcyjność unijnych rynków finansowych	wysoki	średni	średni
– na stabilność rynków finansowych	wysoki	wysoki, lecz pewne wyzwania w przypadku niestabilnych poziomów emisji krajowych	niski, lecz może pomóc w przezwyciężeniu obecnego kryzysu dzięki szybkiemu wdrożeniu
Względy prawne	prawdopodobna zmiana Traktatu	prawdopodobna zmiana Traktatu	brak konieczności zmiany Traktatu; pomocne może być prawodawstwo wtórne
Minimalny potrzebny wdrożenie	czas na długi	średni do długiego	krótki

3. RAMY BUDŻETOWE DLA OBLIGACJI STABILNOŚCIOWYCH

3.1. Wprowadzenie

Ramy nadzoru budżetowego zostały już wzmocnione dzięki ostatniej reformie paktu stabilności i wzrostu, w tym poprzez wprowadzenie nowych mechanizmów egzekwowania przepisów. Ponadto ramy te należy dodatkowo wzmocnić w bliskiej perspektywie, szczególnie w odniesieniu do państw członkowskich strefy euro objętych procedurą nadmiernego deficytu lub państw członkowskich wnioskujących o pomoc finansową lub ją otrzymujących, zgodnie z ostatnimi konkluzjami szefów państw i rządów strefy euro oraz wnioskiem Komisji dotyczącymi dwóch nowych rozporządzeń opartych na art. 136:

- wniosek dotyczący rozporządzenia w sprawie wspólnych przepisów w zakresie monitorowania i oceny projektów planów budżetowych i zapewnienia korekty nadmiernego deficytu państw członkowskich należących do strefy euro dąży do osiągnięcia trojkiego celu: a) uzupełnienie europejskiego semestru wspólnym harmonogramem budżetowym służącym lepszej synchronizacji kluczowych kroków podejmowanych przy przygotowywaniu budżetów krajowych; b) uzupełnienie wielostronnego systemu nadzoru nad polityką budżetową (funkcja zapobiegawcza paktu stabilności i wzrostu) dodatkowymi wymogami w zakresie monitorowania w celu zapewnienia należytego uwzględnienia unijnych zaleceń w zakresie polityki w obszarze budżetowym przy przygotowywaniu budżetów krajowych oraz c) uzupełnienie procedury korekty nadmiernego deficytu państwa członkowskiego (część naprawcza paktu stabilności i wzrostu) o ściślejszy monitoring polityki budżetowej państw członkowskich, wobec których wszczęto procedurę nadmiernego deficytu, w celu zapewnienia odpowiednio szybkiej i trwałej korekty nadmiernego deficytu;
- wniosek dotyczący rozporządzenia w sprawie wzmocnienia nadzoru ma na celu zapewnienie objęcia państwa członkowskiego należącego do strefy euro wzmocnionym nadzorem, w przypadku gdy doświadcza ono - lub istnieje ryzyko, że doświadczy – poważnych zakłóceń finansowych, w celu zapewnienia szybkiego powrotu tego państwa do normalnej sytuacji oraz ochrony innych państw członkowskich strefy euro przed ewentualnym negatywnym efektem domina.

Te dwa nowe rozporządzenia w połączeniu z głębokimi zmianami wynikającymi z reformy paktu stabilności i wzrostu stanowią solidną podstawę wzmocnionej koordynacji polityki budżetowej państw członkowskich należących do strefy euro.

W zależności od wybranego wariantu wprowadzenia obligacji stabilnościowych, obligacje te stanowią jednak źródło ryzyka nadużycia oraz wymagają dalszego wzmocnienia wspomnianych ram. Możliwe jest wyróżnienie trzech wymiarów tych wzmocnionych ram:

- Zapewnienie zwiększonego nadzoru nad procesem kształtowania i wdrażania krajowej polityki budżetowej oraz większych możliwości ingerencji w ten proces, wykraczających poza zakres przewidziany w niedawnych wnioskach. Ponadto, zapewniono by w pełni obsługę obligacji stabilnościowych.
- Jednocześnie sam fakt istnienia obligacji stabilnościowych mógłby w zasadniczy sposób zmienić procesy budżetowe, zwłaszcza za pośrednictwem mechanizmów alokacji, oraz zapewnić funkcjonowanie narzędzia pozwalającego na skuteczne egzekwowanie przestrzegania opartych na określonych zasadach ram polityki budżetowej.

- Przystąpienie do systemu obligacji stabilnościowych mogłoby być uzależnione od spełnienia warunków budżetowych, czego skutkiem byłoby zwiększenie wiarygodności zarówno obecnych planów dostosowawczych, jak i późniejszego bieżącego funkcjonowania systemu.

3.2. Zaostrzony nadzór nad krajową polityką budżetową oraz zwiększone możliwości ingerencji w jej realizację

Ostatnie i planowane reformy systemu nadzoru tworzą solidne podstawy do ograniczenia istniejącego ryzyka, konieczne są jednak dalsze działania. Wzmocnienie ram mogłoby objąć unijny system nadzoru oraz krajowe ramy budżetowe.

Zgodnie z obecnie omawianymi zmianami, pociągnęłoby to za sobą konieczność bardziej skrupulatnej analizy projektów budżetów nie tylko państw doświadczających trudności budżetowych, lecz wszystkich państw członkowskich uczestniczących w systemie wspólnych obligacji. W pewnych okolicznościach, takich jak wysoki poziom zadłużenia lub deficytu, konieczne mogłoby być zatwierdzanie budżetu zaangażowanych państw członkowskich na poziomie UE. Ponadto wymagane byłyby znacznie skuteczniejsze ramy monitorowania realizacji budżetu. Ramy te mogłyby obejmować regularną sprawozdawczość na wspólnych spotkaniach budżetowych, opracowanie mechanizmów alarmowych w oparciu o tabelę wyników budżetowych, a także faktyczną możliwość korekty odchyleń od założeń przy realizacji budżetu – na przykład poprzez wyraźne wcześniejsze planowanie rezerw budżetowych oraz uzależnienie wejścia w życie nowych kosztownych środków od realizacji budżetu zgodnie z przyjętymi założeniami.

Krajowe ramy budżetowe zostaną wzmocnione we względnie niedalekiej przyszłości poprzez wdrożenie dyrektywy w sprawie ram budżetowych (której wdrożenie mogłoby nawet zostać przyspieszone). Ponadto toczą się obecnie dyskusje w sprawie konieczności uczynienia kolejnego kroku m.in. poprzez wprowadzenie przepisów przekładających ramy paktu stabilności i wzrostu na przepisy krajowe, najlepiej na poziomie konstytucji, którym towarzyszyć powinny stosowne mechanizmy egzekwowania ich przestrzegania. Inne możliwe kluczowe działania wzmacniające krajowe ramy obejmują przyjęcie wiążących ram średniookresowych, ustanowienie niezależnych organów prowadzących ocenę założeń, na których oparte są krajowe budżety, oraz skuteczne mechanizmy koordynacji działań na różnych szczeblach administracji publicznej. Jeżeli chodzi o tę ostatnią kwestię, konsolidacja zadłużenia na unijnym poziomie może stanowić dodatkowy powód do zacieśnienia zarządzania zadłużeniem podsektorów administracji publicznej.

Krajowe ramy odgrywają również dużą rolę we wspieraniu nadzoru na poziomie UE. Na przykład wspólny harmonogram przygotowania budżetów ułatwiłyby prowadzenie unijnego nadzoru (i może w praktyce okazać się konieczny do opracowania mechanizmu alokacji obligacji stabilnościowych). Analogicznie, należyte monitorowanie wykonania budżetu na poziomie UE uzależnione jest od istnienia skutecznych rozwiązań krajowych w tym zakresie i może wymagać przyjęcia wspólnych standardów w zakresie kontroli i ujawniania informacji.

Konieczne będzie wdrożenie systemu, który w wiarygodny sposób zapewniłby pełną obsługę zadłużenia każdego państwa członkowskiego czerpiącego korzyści z emisji obligacji stabilnościowych. Oznacza to, że w żadnych okolicznościach obsługa obligacji stabilnościowych, a konkretniej spłata odsetek od wspólnych obligacji, nie powinna stać pod znakiem zapytania. Jednym z możliwych rozwiązań w tym zakresie byłoby przyznanie szerokich uprawnień ingerencyjnych na poziomie UE w przypadku wystąpienia bardzo poważnej sytuacji finansowej, w tym możliwości objęcia państwa członkowskiego, które nie wywiązuje się z zobowiązań, pewnego rodzaju „zarządem komisarycznym”. Innym rozwiązaniem, o którym już wspomniano w poprzedniej sekcji, a które być może w

mniejszym stopniu naruszałoby suwerenność państwową, mogłoby być wprowadzenie klauzuli obowiązującej zaangażowane państwa, gwarantującej uprzywilejowany status obsługi długu w ramach systemu obligacji stabilnościowych w stosunku do wszelkich innych wydatków zapisanych w budżetach krajowych. Te przepisy musiałyby mieć bezwzględny skutek prawny, prawdopodobnie zagwarantowany na poziomie konstytucji. Ponadto, zobowiązania z tytułu obligacji stabilnościowych musiałyby być w związku z tym uprzywilejowane w stosunku do ewentualnych (pozostałych) nowych emisji obligacji krajowych.

3.3. Obligacje stabilnościowe jako element usprawnionych ram budżetowych

Chociaż obligacje stabilnościowe są źródłem ryzyka pokusy nadużycia, prawdopodobnie również przyczynią się do gruntownej zmiany warunków, w jakich formułowana i realizowana jest polityka budżetowa. Wynika to przede wszystkim z faktu, że europejskie wytyczne w zakresie krajowej polityki budżetowej poszczególnych państw przełożyłyby się na realne liczby już tylko dzięki procesowi ustalania alokacji możliwości pożyczkowych między zaangażowane państwa członkowskie. W rzeczy samej, funkcjonowanie obligacji stabilnościowych w każdym z omawianych wariantów wymagałoby uprzedniego ustalenia pułapu krajowego zadłużenia z tytułu tych obligacji, który stanowiłby ramy krajowych budżetów lub przynajmniej miał na nie wpływ, szczególnie w przypadku kompleksowych wariantów (tzn. podejścia nr 1 opisanego powyżej), w których obligacje stabilnościowe miałyby pokryć całość lub większość nowych potrzeb zaangażowanych państw w zakresie finansowania. W tym kontekście obligacje stabilnościowe można uznać nie tylko za potencjalne źródło pokusy nadużycia, ale także za czynnik prowadzący do lepszej koordynacji polityk budżetowych poprzez skuteczne egzekwowanie ram opartych na określonych zasadach.

Jeżeli obligacje stabilnościowe miałyby zaspakajać całość lub znaczną część potrzeb finansowych sektora rządowego (zgodnie z podejściem nr 1), ramy alokacji w ramach systemu obligacji stabilnościowych musiałyby regulować jasno określone zasady:

- (1) *Maksymalne pułapy alokacji musiałyby być oparte na odpowiednio solidnych zasadach budżetowych, których naturalną podstawę stanowią ramy określone w ramach paktu stabilności i wzrostu. Zasady te stanowiłyby zatem silną zachętę do stosowania odpowiedzialnych praktyk budżetowych.*
- (2) *Wytyczne te musiałyby poruszać kwestię poziomu elastyczności wymaganej, aby zapewnić możliwość reakcji na nieoczekiwane zmiany oraz zminimalizować ryzyko procyklicznej polityki. Kluczową kwestią byłoby ustalenie, czy elastyczność budżetową pozwalającą reagować na wstrząsy o charakterze krajowym lub na poziomie strefy euro zapewniałaby dodatkowa emisja obligacji stabilnościowych czy też emisja obligacji krajowych (o ile utrzymana zostanie możliwość prowadzenia emisji krajowych). Im większą elastyczność dopuszcza system, tym większa potrzeba mechanizmów ograniczających (takich jak rachunki kontrolne) w celu zapewnienia utrzymania elastyczności w uzgodnionych granicach oraz uniknięcia powolnego wzrostu zadłużenia.*
- (3) *Zasady te powinny prawdopodobnie przewidywać również pewną formę „progresywnej reakcji” na niekorzystne zmiany budżetowe. Ta stopniowana reakcja mogłaby przyjąć formę wzmocnionego nadzoru, ingerencji w krajową politykę budżetową, jak przewidziano to powyżej.*

Ponadto w system mogłyby zostać wbudowane zachęty finansowe do stosowania odpowiedzialnej polityki budżetowej. Chociaż rentowność obligacji stabilnościowych

kształtować będzie rynek, koszty finansowania mogą być zróżnicowane między poszczególnymi państwami członkowskimi w zależności od ich sytuacji budżetowej lub polityki budżetowej, czy też ich wiarygodności kredytowej na rynku, na którą wskazuje wysokość premii z tytułu ryzyka dla obligacji krajowych w porównaniu ze wspólnymi obligacjami. Rozwiązanie to stanowiłoby zachętę do prowadzenia odpowiedzialnej polityki budżetowej w ramach systemu oraz pełniłoby podobną rolę jak dyscyplina rynkowa, choć w płynniejszy i bardziej konsekwentny sposób niż rynki. Tę zachętę, która istniałaby automatycznie w wariantcie przewidującym gwarancje indywidualne, mogłaby dalej wzmacniać perspektywa zastosowania „karnych” stóp w przypadku odstępstwa od ustalonych planów.

3.4. Warunki budżetowe dotyczące przystąpienia do systemu

W celu wdrożenia koncepcji wspólnych obligacji jako „obligacji stabilnościowych” można by również ustanowić warunki makroekonomiczne i budżetowe, które państwa członkowskie musiałyby spełnić, aby przystąpić do systemu i w nim pozostać. Na przykład państwom członkowskim można by odmówić dostępu do obligacji stabilnościowych, jeżeli nie przestrzegałyby swoich zobowiązań w ramach paktu stabilności i wzrostu lub w ramach zaostrożonych ram budżetowych. Alternatywnie, państwa członkowskie nieprzestrzegające swoich założeń budżetowych mogłyby zostać zobowiązane do ustanowienia (dodatkowego) zabezpieczenia w stosunku do nowo emitowanych obligacji stabilnościowych lub mogłyby podlegać odsetkom karnym. Dostęp można by również ograniczyć proporcjonalnie do stopnia, w jakim dane państwo nie przestrzegałoby założeń budżetowych, tzn. każde odchylenie budżetu sektora instytucji rządowych i samorządowych o jeden punkt procentowy PKB mogłoby skutkować ograniczeniem prawa do emisji obligacji stabilnościowych o pewną kwotę stanowiącą pewien procent PKB.

Takie podejście mogłoby przynieść szereg korzyści:

- Po pierwsze, jeżeli państwa członkowskie chciałyby zostać włączone do systemu obligacji stabilnościowych, miałyby dodatkową zachętę do pełnej realizacji działań konsolidacyjnych i reformatorskich, w które już się zaangażowały, podobnie jak miało to miejsce w przypadku wysiłków konwergencyjnych podejmowanych w celu przyjęcia euro.
- Po drugie, plany konsolidacji zostałyby uznane za bardziej wiarygodne przez rynki finansowe oraz ogół społeczeństwa, zważywszy na perspektywę udziału w systemie obligacji stabilnościowych. Dlatego też perspektywa przystąpienia do tego systemu mogłaby w relatywnie krótkim czasie podnieść poziom zaufania. To odnowione zaufanie mogłoby realnie ułatwić przeprowadzenie dostosowań budżetowych w niektórych państwach.
- Twarde warunki budżetowe, od których spełnienia uzależnione jest przystąpienie do systemu i dalsze w nim uczestnictwo, odegrałyby ponadto zasadniczą rolę w obniżeniu wskaźników zadłużenia oraz potrzeb pożyczkowych jeszcze przed przystąpieniem poszczególnych państw do systemu obligacji stabilnościowych. Dzięki temu obniżeniu mogłaby ulec wysokość premii z tytułu ryzyka i rentowność tych obligacji.

Podejście to oznaczałoby konieczność utrzymania przez państwa członkowskie uzupełniających możliwości finansowania, w przypadku gdyby nie spełniły tych warunków. Dlatego też obligacje stabilnościowe niekoniecznie zastąpiłyby całość emisji obligacji państw członkowskich strefy euro. Konieczne byłoby również wyznaczenie instytucji lub organu odpowiedzialnego za monitorowanie wypełniania tych kryteriów (na przykład, choć niekoniecznie, DMO).

4. ZAGADNIENIA ZWIĄZANE Z WDROŻENIEM SYSTEMU

4.1.1. Organizacja

Konieczne będzie rozstrzygnięcie szeregu kwestii technicznych dotyczących organizacji emisji obligacji stabilnościowych. Co najważniejsze, trzeba będzie określić strukturę instytucjonalną operacji finansowania tzn. rozstrzygnąć, czy ustanowiony zostanie scentralizowany urząd ds. zarządzania długiem (DMO), czy też podstawowe funkcje będą mogły być realizowane w sposób zdecentralizowany przez poszczególne Skarby Państwa i DMO. W przypadku podejścia zdecentralizowanego, emisja musiałaby być prowadzona na jednolitych warunkach i przy zastosowaniu jednolitych procedur oraz wymagać będzie wysokiego stopnia koordynacji. Chociaż w podejściu scentralizowanym uniknięto by konieczności koordynacji emisji obligacji, nadal istniałaby konieczność przekazywania szczegółowych i rzetelnych informacji na temat potrzeb finansowych państw członkowskich, tak aby można było zaplanować emisje. Jeżeli chodzi o koncepcję centralnego agenta emisji, możliwych jest kilka wariantów, w tym: a) rolę DMO mogłaby pełnić Komisja Europejska, co pozwoliłoby na szybkie wprowadzenie obligacji stabilnościowych oraz wykorzystanie tego instrumentu na potrzeby zarządzania obecnym kryzysem; lub b) Europejski Instrument Stabilności Finansowej/europejski mechanizm stabilności mógłby zostać przekształcony w samodzielny DMO; lub c) można by utworzyć nowy unijny urząd ds. zarządzania długiem²⁸, który potrzebowałby jednak trochę czasu, aby zacząć funkcjonować. Nie jest możliwe dokładne wyliczenie kosztów administracyjnych wprowadzenia obligacji stabilnościowych bez uprzedniego ustalenia wszystkich pozostałych szczegółów. Wielkość tych kosztów miałaby również wpływ na budżety poszczególnych państw członkowskich.

Ważną kwestią natury technicznej jest ustalenie sposobu, w jaki scentralizowany DMO pożyczalby pozyskane środki państwom członkowskim. Zasadniczo, istnieją dwa warianty, które można by również stosować w połączeniu: a) udostępnianie środków w formie bezpośrednich pożyczek, w którym to przypadku państwa członkowskie otrzymywałyby środki na podstawie umowy pożyczki; oraz b) bezpośredni zakup wszystkich, lub uzgodnionej liczby, obligacji skarbowych od państw członkowskich przez DMO na rynku pierwotnym. W drugim wariantcie DMO mógłby również kupować, w razie potrzeby, pozostające w obrocie dłużne papiery skarbowe na rynku wtórnym.

Konieczne byłoby również zorganizowanie wykupu obligacji. Najprostszy sposób wykupu polegałby na przekazywaniu przez organy krajowe środków agentowi emisji, który organizowałby spłatę zobowiązań wobec obligatariuszy. W celu utwierdzenia pewności uczestników rynku, że obsługa zadłużenia będzie zawsze gwarantowana i nie wystąpią opóźnienia w płatnościach, DMO trzeba by zapewnić stały i przewidywalny strumień dochodów. Chociaż państwa członkowskie musiałyby poręczyć zobowiązania tej instytucji, to jednak trzeba by sprawdzić, czy te gwarancje byłyby wystarczające, czy też konieczne byłoby może ustanowienie dodatkowego zabezpieczenia lub buforów gotówkowych. Obecne urzędy ds. zarządzania długiem krajowym stanowią część krajowych instytucji budżetowych, których wiarygodność wzmacnia prawo rządów do pobierania podatków. W przypadku urzędu ds. zarządzania długiem na poziomie ponadnarodowym nie istniałby taki bezpośredni związek z dochodami podatkowymi, co mogłoby zmniejszyć poziom akceptacji tych nowo emitowanych instrumentów dłużnych przez rynek.

Nawet emisja obligacji stabilnościowych nie wyeliminuje konieczności zarządzania płynnością przez państwa członkowskie. W praktyce niemal niemożliwe może się okazać

²⁸ W okresie przejściowym rolę tę mogłaby pełnić agencja Komisji z personelem Komisji i tymczasowym krajowym personelem DMO, która mogłaby w późniejszym czasie zostać w razie konieczności przekształcona w DMO.

zaprojektowanie emisji obligacji w taki sposób, aby pozyskiwane środki idealnie pokrywały strumienie płatności państw członkowskich. Dlatego też konieczne byłoby uzupełnienie emisji obligacji stabilnościowych bieżącym zrządzeniem płynnością, które można by pozostawić w gestii organów krajowych. Jednym z rozwiązań mógłby być układ, w którym emisja obligacji stabilnościowych zaspokajałaby średnioterminowe potrzeby finansowe, natomiast organy krajowe zarządzałyby swoim profilem płatności za pośrednictwem krótkoterminowych lokat i pożyczek lub bonów skarbowych. Bez względu na sposób organizacji emisji konieczne będzie opracowanie procedur służących koordynacji planów finansowych poszczególnych państw członkowskich w celu sformułowania kwestii referencyjnych i stworzenia krzywej referencyjnych wskaźników rentowności dla całego spektrum terminów wykupu.

4.1.2. Relacje z europejskim mechanizmem stabilności

Ustanowienie agenta wspólnej emisji obligacji stabilnościowych dla państw członkowskich należących do strefy euro mogłoby wymagać doprecyzowania podziału zadań z europejskim mechanizmem stabilności. Zasadniczo można przyjąć dwa główne podejścia: europejski mechanizm stabilności można by zasadniczo uznać za zbyt czyny, ponieważ wspólna emisja obligacji w połączeniu z zaostrzonymi przepisami w zakresie nadzoru budżetowego mogłyby wówczas przejąć zadanie organizowania zwykłego finansowania dla rządów państw członkowskich, a także wyjątkowego dodatkowego finansowania w przypadku poważnych trudności doświadczanych przez dane państwo. Połączenie jednak funkcji w zakresie zarządzania długiem i pozyskiwania finansowania awaryjnego mogłoby jednak stanowić nieoptymalne rozwiązanie, prowadząc do pomieszania ról, osłabienia zachęt i zarządzania oraz do powstania jednej, nadmiernie złożonej instytucji finansującej. Z tego też względu europejski mechanizm stabilności mógłby nadal funkcjonować jako oddzielny emitent papierów dłużnych w celu organizacji finansowania awaryjnego i zaspokajania wyjątkowych potrzeb finansowych.

Wybór sposobu interakcji z europejskim mechanizmem stabilności zależałby również od wybranego wariantu emisji obligacji stabilnościowych. W przypadku podejścia nr 1 do emisji obligacji stabilnościowych europejski mechanizm stabilności można by uznać raczej za zbyt czyny. W ramach tego podejścia, które przewiduje niemal całkowite zaspokajanie potrzeb finansowych państw członkowskich, można by również zaspokoić wyjątkowe dodatkowe potrzeby finansowe poszczególnych państw. Znacznie mniej oczywista jest sytuacja w przypadku podejść nr 2 i 3, w ramach których państwa członkowskie nadal emitowałyby obligacje krajowe równoległe ze wspólną emisją obligacji stabilnościowych. Można by nawet rozważyć wykorzystanie europejskiego mechanizmu stabilności jako pierwszego kroku w stronę obligacji stabilnościowych. Ponieważ europejski mechanizm stabilności zabezpieczony będzie indywidualnymi gwarancjami państw członkowskich, stopniowe wprowadzenie obligacji stabilnościowych zabezpieczonych gwarancjami indywidualnymi (lecz nie solidarnymi), tzn. w oparciu o podejście nr 3, mogłoby zostać zrealizowane w ramach finansowania i emisji prowadzonych przez europejski mechanizm stabilności, który w tym przypadku wykroczyłby poza swoją obecną rolę polegającą na udostępnianiu pomocy finansowej w wyjątkowych przypadkach. W zasadzie europejski mechanizm stabilności mógłby zostać objęty gwarancjami solidarnymi na późniejszym etapie.

4.1.3. System prawny regulujący emisję

Należy również przemyśleć właściwy system prawny, w oparciu o który emitowane byłyby obligacje stabilnościowe. Obecnie obligacje skarbowe emitowane są na podstawie prawa krajowego. W przypadku międzynarodowych emisji obligacji często stosowane jest prawo angielskie lub w przypadku gdy emisja kierowana jest na rynek amerykański – prawo

stanu Nowy Jork. Nie istnieje jednak analogiczne prawo unijne, w oparciu o które można by emitować obligacje stabilnościowe. Chociaż powszechną praktyką jest opieranie się na prawie zagranicznym na potrzeby międzynarodowej emisji obligacji, mogą pojawić się problemy, jeżeli dług państwowy podlegałby prawu Zjednoczonego Królestwa lub Stanów Zjednoczonych, ponieważ anglosaksoński system prawny oparty na precedensie różni się od systemów prawnych wielu państw członkowskich. Konieczne byłoby też uzgodnienie właściwego sądu.

4.1.4. Dokumentacja i konwencje rynkowe

Konieczne będzie podjęcie decyzji w sprawie wariantów finansowania, charakterystyki instrumentu i konwencji rynkowych. W przypadku renomowanego emitenta preferowanym rozwiązaniem jest sprzedaż emisji w drodze aukcji. Konsorcjum ma tę zaletę, że we wprowadzanie instrumentów na rynek zaangażowana jest branża finansowa, a ich wycena jest bardziej przewidywalna. Ponadto za pośrednictwem konsorcjum można zwykle plasować większą liczbę obligacji, ponieważ dostęp do nich zyskują również inwestorzy detaliczni. Konieczne byłoby również określenie różnych cech tego instrumentu i ustalenie konwencji rynkowych. Najważniejsze z tych kwestii poruszono w załączniku 4.

4.1.5. Kwestie rachunkowe

Kolejną kwestią wymagającą dalszego doprecyzowania jest sposób ujmowania obligacji stabilnościowych w krajowych regulach rachunkowości. Szczegółnej analizy wymaga kwestia wpływu obligacji stabilnościowych emitowanych w oparciu o różne struktury gwarancji na krajowe wskaźniki zadłużenia. Istotną kwestią do rozważenia będzie charakter nowej jednostki emitującej.

5. WNIOSKI I DALSZE DZIAŁANIA

Wspólna emisja obligacji stabilnościowych przez państwa członkowskie należące do strefy euro niesie ze sobą znaczne potencjalne korzyści. Korzyści te obejmują pogłębienie rynku wewnętrznego oraz zwiększenie efektywności rynków kapitałowych, wzrost stabilności i odporności na wstrząsy sektora finansowego oraz finansowania sektora rządowego, podniesienie atrakcyjności rynków finansowych strefy euro oraz samego euro w skali globalnej oraz ograniczenie wpływu nadmiernego pesymizmu panującego na rynkach na koszty pozyskiwania środków przez poszczególne państwa.

Wprowadzenie obligacji stabilnościowych wiąże się jednak z poważnymi wyzwaniami. Należy w związku z tym opracować skuteczne rozwiązania, aby zapewnić pełną realizację korzyści i uniknąć potencjalnych szkodliwych skutków. Konieczne byłyby zwłaszcza wystarczająco solidne ramy dyscypliny budżetowej i konkurencyjności gospodarczej na szczeblu krajowym oraz bardziej ingerencyjne mechanizmy kontroli polityki budżetowej przez UE, szczególnie w przypadku wariantów przewidujących gwarancje solidarne, aby ograniczyć pokusę nadużycia wśród państw członkowskich strefy euro, zapewnić odpowiednią jakość kredytową obligacji stabilnościowych oraz zagwarantować pewność prawa.

Istnieje wiele wariantów wspólnej emisji obligacji stabilnościowych, które można przyporządkować do jednego z trzech szerokich podejść. Podejścia ta przewidują całkowite zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych zabezpieczonych gwarancjami solidarnymi, częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych zabezpieczonych podobnymi gwarancjami oraz częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych zabezpieczonych gwarancjami indywidualnymi. Te trzy podejścia przedstawiają różne możliwości

zrównoważenia oczekiwanych korzyści oraz koniecznych do spełnienia warunków wstępnych.

W szczególności z powodu różnego zakresu wymaganych zmian Traktatu UE (TFUE), poszczególne warianty wymagać będą różnej ilości czasu potrzebnego na ich wdrożenie. Najbardziej ambitne podejście nr 1 zdaje się wymagać najdalej idących zmian Traktatu oraz przygotowań administracyjnych zarówno w związku z wprowadzeniem wspólnych obligacji, jak również w związku z równoległym wzmocnieniem systemu zarządzania gospodarczego. Podejście nr 2 również wiązać się będzie z długim czasem realizacji. Z kolei podejście nr 3 zdaje się być wykonalne bez konieczności wprowadzania znacznych zmian Traktatu i dlatego też pozwoliłoby zrealizować koncepcję wspólnych obligacji z mniejszym opóźnieniem.

Proponowane rozwiązania i ustalenia przedstawione w niniejszej zielonej księdze mają wciąż charakter roboczy, a lista kwestii, które należy rozpatrzyć, jest niekoniecznie zamknięta. Ponadto wiele potencjalnych korzyści i wyzwań przedstawiono wyłącznie w ujęciu jakościowym. Szczegółowe ilościowe określenie tych różnorodnych aspektów byłoby z natury trudne lub wymagałoby dalszych analiz oraz zaangażowania szeregu stron. Ponadto, w wielu przypadkach zidentyfikowano już problemy, które należy rozwiązać, lub decyzje, które należy podjąć, jednak te problemy lub decyzje pozostają nadal nierozstrzygnięte.

W celu poczynienia postępów w realizacji przedmiotowego przedsięwzięcia niezbędne są dalsze prace analityczne i konsultacje. Kilka z podstawowych koncepcji, możliwych celów i korzyści, wymogów oraz wyzwań wdrożeniowych zasługuje na bardziej szczegółowe rozważenie i analizę. Zasadnicze znaczenie w tym względzie mają opinie najważniejszych zainteresowanych stron. Należy zwłaszcza przeprowadzić stosowne konsultacje z państwami członkowskimi, finansowymi podmiotami gospodarczymi, stowarzyszeniami skupiającymi przedstawicieli branży rynków finansowych, przedstawicielami środowisk akademickich z UE i spoza UE, a także z ogółem społeczeństwa. Wyniki tych konsultacji powinny znaleźć swój wyraz w dalszych działaniach związanych z potencjalnym wprowadzeniem obligacji stabilnościowych.

Z tego też względu Komisja postanowiła rozpocząć szerokie konsultacje²⁹ dotyczące niniejszej zielonej księgi, które zakończą się [dnia 8 stycznia 2012 r.]³⁰. Komisja zapozna się za stanowiskiem wszystkich zainteresowanych stron, o czym wspomniano powyżej, oraz zasięgnie opinii innych instytucji. W oparciu o zebrane opinie Komisja przedstawi swoje stanowisko w sprawie najlepszego sposobu dalszej realizacji przedmiotowego przedsięwzięcia do [połowy lutego 2012 r.].

²⁹ Opinie można przekazywać wszystkimi standardowymi kanałami, w tym na specjalny adres e-mail: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu (strona internetowa: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

³⁰ Ze względu na konieczność podjęcia dalszych działań w jak najszybszym terminie, zasadne wydaje się skrócenie normalnego okresu konsultacji wynoszącego osiem tygodni, tym bardziej że koncepcja obligacji stabilnościowych/obligacji strefy euro jest przedmiotem szerokiej dyskusji już od dłuższego czasu.

Załącznik 1: Podstawowe dane na temat rynków obligacji skarbowych

Państwo członkowskie	Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych			Dług rządu centralnego	Rentowność obligacji skarbowych	Spread swapów ryzyka kredytowego	Rating kredytowy
	mld EUR, koniec 2010 r.	% PKB, koniec 2010 r.	% w strefie euro, koniec 2010 r.				
Belgia	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Niemcy	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Estonia	1,0	6,7	0,0	3,3	n.d.	n.d.	AA-
Grecja	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	n.d.	CC
Hiszpania	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Francja	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Irlandia	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB +
Włochy	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Cypr	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	n.d.	BBB-
Luksemburg	7,7	19,1	0,1	17,4	n.d.	n.d.	AAA
Malta	4,3	69	0,1	68,9	n.d.	n.d.	A
Niderlandy	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Austria	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Portugalia	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Słowenia	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Słowacja	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A
Finlandia	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Strefa euro	7822,4	85,4	100	71,6	n.d.	n.d.	n.d.
<i>dla porównania: USA</i>	<i>10258</i>	<i>94,4</i>			<i>2,08</i>	<i>47,5</i>	<i>AA+</i>

Źródło: Eurostat, MFW, S&P, Bloomberg

Załącznik 2: Krótki przegląd literatury na temat obligacji stabilnościowych

Pracownicy naukowcy, analitycy finansowi i politycy opublikowali wiele dokumentów na temat idei obligacji strefy euro (obligacji stabilnościowych). W niniejszym załączniku przedstawiono streszczenie tych publikacji, grupując je według podstawowych kierunków propozycji.

- *Jakość kredytowa i struktura gwarancji*: Większość autorów podkreśla znaczenie statusu „bezpiecznej przystani”, który powinien charakteryzować obligacje strefy euro i który znalazłby odzwierciedlenie w ratingu. Najwyższa jakość kredytowa byłaby zapewniona głównie za pomocą struktury gwarancji lub statusu uprzywilejowania. W publikacjach proponuje się dwa podstawowe rodzaje gwarancji, które powinny na stałe zostać wpisane w obligacje strefy euro: (i) gwarancję solidarną (Jones, Delpla i von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero i Missale, J.P. Morgan), w ramach której każdy kraj w każdym roku gwarantuje całość emisji obligacji, oraz (ii) gwarancję proporcjonalną (Juncker i Tremonti, De Grauwe i Moesen, BBVA), w ramach której kraje gwarantują wyłącznie określoną część emisji. Favero i Missale podkreślają, że obligacje strefy euro zabezpieczone przez gwarancje solidarne mogłyby ograniczyć narażenie na rozprzestrzenianie się kryzysu i efekt domina. Z drugiej strony autorzy opowiadający się za gwarancjami proporcjonalnymi argumentują, że ograniczają one pokusy nadużycia. W celu zapewnienia najwyższego ratingu kredytowego Capaldi proponuje połączenie gwarancji proporcjonalnej ze wsparciem jakości kredytowej (bufor gotówkowy, zwiększenie zabezpieczeń, utrzymywanie kapitału itp.). Aby zapewnić jakość kredytową obligacji strefy euro, Delpla i Weizsäcker, Barclays Capital, Dübel proponują nadać im bardziej uprzywilejowany status niż w przypadku obligacji krajowych, argumentując, że nawet w przypadku najbardziej skrajnych przypadków niewykonania zobowiązania przez państwo stopa odzyskania należności byłaby wystarczająco wysoka, by w pełni zaspokoić obligacje uprzywilejowane. Dübel przedstawia nieco odmienne podejście polegające na częściowym ubezpieczeniu (uprzywilejowanych) obligacji skarbowych przez europejski mechanizm stabilności.
- *Pokusa nadużycia*: Pokusa nadużycia wynikająca z osłabienia bodźców zachęcających do utrzymania dyscypliny budżetowej stanowi podstawowy argument przeciwko obligacjom stabilnościowym i jest najczęściej omawianą kwestią we wszystkich propozycjach (w szczególności w publikacji Issinga). Niektórzy autorzy proponują wprowadzenie ograniczeń wielkości emisji obligacji strefy euro dokonywanej w imieniu państw członkowskich, często proponując ten sam co w przypadku zadłużenia państwa wynoszący 60 % PKB, zgodnie z definicją zawartą w Pakcie na rzecz stabilności i wzrostu. Wszelkie dodatkowe potrzeby pożyczkowe powinny być finansowane przez krajowe obligacje skarbowe. Idea ta została szerzej omówiona przez Delpla i von Weizsäckera w koncepcji „obligacji niebieskich”, w której zasugerowano wprowadzenie rozróżnienia między emisją „obligacji niebieskich”, charakteryzujących się bardzo wysokim poziomem płynności i bezpieczeństwa (gwarantowanych solidarnie przez uczestniczące państwa) i posiadających status obligacji uprzywilejowanych, a emisją „obligacji czerwonych”, mających charakter wyłącznie krajowy i status obligacji podporządkowanych. Ceny „obligacji czerwonych” tworzyłyby zachęty dla rządów do utrzymywania budżetu pod kontrolą. W podobnym duchu Jones i Barclays Capital zaproponowali wprowadzenie ograniczeń zarówno w odniesieniu do zadłużenia, jak i deficytu, które umożliwiłyby stopniowe obniżanie relacji długu do PKB. Dodatkowo w stosunku do ograniczania emisji obligacji strefy euro Favero i Missale proponują zapobiegać pokusie nadużycia poprzez system rekompensat oparty na indeksacji odsetek wypłacanych przez poszczególne państwa członkowskie (w zależności od ich premii z tytułu ryzyka kredytowego lub parametrów budżetowych). Boonstra, De

Grauwe i Moesen, BBVA i Natixis proponują różne rodzaje systemów premii/kar w zależności od np. zdolności różnych państw członkowskich do ograniczenia ich deficytu i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych.

- Wszyscy autorzy zgadzają się co do tego, że wzmocnienie dyscypliny budżetowej powinno stanowić podstawę jakiegokolwiek projektu dotyczącego obligacji strefy euro, niezależnie od zakresu lub struktury gwarancji. Oprócz emisji „czerwonych”/krajowych obligacji Favero i Missale sugerują ograniczenie udziału do państw członkowskich o najwyższym ratingu kredytowym lub do emisji tylko instrumentów o krótkim terminie wykupu i niskim ryzyku, takich jak bony skarbowe. Barclays, BBVA, Delpla i von Weizsäcker, Eijffinger, Becker i Issing przewidują ustanowienie niezależnych organów audytu budżetowego i specjalnych organów dla strefy euro, które koordynowałyby polityki budżetową i gospodarczą. Według rozbudowanego systemu opracowanego przez Delplę i Weizsäckera roczny przydział byłby proponowany przez niezależną radę ds. stabilności. Przydział ten podlegałby następnie zatwierdzeniu przez parlamenty krajowe uczestniczących państw członkowskich, posiadające ostateczną władzę budżetową konieczną do emisji wzajemnych gwarancji dla („niebieskich”) obligacji strefy euro. Państwo głosujące przeciwko proponowanemu przydziałowi podejmowałoby tym samym decyzję o nieprzeprowadzaniu emisji („niebieskich”) obligacji strefy euro w nadchodzącym roku oraz o nieudzielaniu gwarancji dla „niebieskich” obligacji emitowanych w danym roku emisji. Boonstra proponuje, by państwa naruszające te zasady były niezwłocznie surowo karane, np. poprzez utratę funduszy z budżetu UE i utratę wpływu politycznego wynikającego z prawa głosu w organach EBC.
- *Praktyczne aspekty emisji:* Większość autorów proponuje utworzenie wspólnej agencji ds. długu, która koordynowałaby emisję i zarządzałaby długiem. W przypadku propozycji przewidujących „niebieskie” i „czerwone” obligacje emisja krajowej części papierów dłużnych pozostawałaby w gestii poszczególnych Skarbów Państwa.
- *Uczestniczące państwa:* Becker wymienia możliwe warianty udziału w emisji obligacji strefy euro: (i) wspólne obligacje emitowane przez państwa o takim samym ratingu; (ii) wspólne obligacje emitowane *ad hoc*, podobne do wspólnych obligacji emitowanych przez niektóre niemieckie kraje związkowe; (iii) uczestnictwo w emisji wspólnych obligacji skarbowych, wyłącznie jeżeli państwa UGW kwalifikują się poprzez przeprowadzenie solidnej konsolidacji fiskalnej w okresach wysokiej koniunktury gospodarczej lub (iv) promowanie przez Niemcy i Francję jednego płynnego krótkoterminowego instrumentu lub wspólnego europejskiego rynku tylko dla bonów skarbowych.

Załącznik 3: Przegląd istniejących powiązanych instrumentów

1. Unia Europejska

Komisja Europejska w imieniu Unii Europejskiej zarządza obecnie trzema programami, w ramach których Komisja może udzielać pożyczek poprzez emisję instrumentów dłużnych na rynkach kapitałowych, zwykle na zasadzie pożyczek wzajemnych (back-to-back). Wszystkie te programy zapewniają udzielanie pożyczek państwom. Na mocy Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej UE jest upoważniona do przyjmowania programów zaciągania pożyczek i udzielania gwarancji, które uruchamiają środki finansowe w celu wypełniania jej mandatu.

- W ramach *programu wsparcia bilansu płatniczego* UE zapewnia wsparcie finansowe dla państw członkowskich spoza strefy euro, które są poważnie zagrożone trudnościami w zakresie bilansu płatniczego (art. 143 TFUE).
- W ramach *programu europejskiego mechanizmu stabilizacji finansowej* Komisja Europejska jest upoważniona do zaciągania pożyczek w imieniu UE w celu finansowania pożyczek udzielonych w ramach europejskiego mechanizmu stabilizacji finansowej (rozporządzenie Rady nr 407/2010 z dnia 11 maja 2010 r.). Od grudnia 2010 r. programy wsparcia dla Irlandii i Portugalii zostały uzgodnione w wysokości odpowiednio 22,5 mld EUR i 26 mld EUR.
- W ramach *programu pomocy makrofinansowej* udziela się pożyczek państwom spoza Unii Europejskiej. Pomoc makrofinansowa jest instrumentem finansowym opartym na założeniach politycznych, mającym formę niewiązanego i nieukierunkowanego wsparcia bilansu płatniczego dla partnerskich państw trzecich (art. 212 i 213 TFUE). Pomoc ta przyjmuje formę średnio- bądź długoterminowych pożyczek lub dotacji, lub też kombinację tych form, i służy uzupełnieniu finansowania zapewnianego w ramach programu reform Międzynarodowego Funduszu Walutowego³¹.

Rating kredytowy

Posiadany przez UE rating AAA odzwierciedla szereg czynników. Zaciągane pożyczki stanowią bezpośrednie i bezwarunkowe zobowiązanie UE i posiadają gwarancje wszystkich państw członkowskich UE. Środki budżetowe pochodzą niemal w całości z dochodów wpłacanych przez państwa członkowskie niezależnie od parlamentów krajowych, w tym taryf i opłat celnych z tytułu przywozu do UE oraz wpłat poszczególnych państw członkowskich z tytułu wpływów z VAT oraz w zależności od DNB W związku z tym obligacje wyemitowane przez UE mają przypisaną zerową wagę ryzyka i mogą być wykorzystywane jako zabezpieczenie przez EBC.

W przypadku wszystkich pożyczek ekspozycja inwestorów z tytułu ryzyka kredytowego dotyczy ostatecznie UE, a nie beneficjentów finansowanych pożyczek. Jeżeli państwo będące beneficjentem nie będzie wywiązywało się ze swoich zobowiązań, płatności dokonywane będą z budżetu UE (127 mld EUR w roku 2011). Państwa członkowskie UE są prawnie zobowiązane na mocy Traktatu UE do zapewnienia środków finansowych mających na celu zaspokojenie wszystkich zobowiązań UE.

Najważniejsze cechy emisji UE

Dotychczas UE przeprowadzała emisję obligacji o referencyjnej wartości w ramach swojego programu emisji średnioterminowych euroobligacji (program EMTN), która została podwyższona do 80 mld EUR w celu uwzględnienia emisji w ramach europejskiego

³¹ Dodatkowe informacje na stronie internetowej:
http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

mechanizmu stabilizacji finansowej. Ze względu na kryzys pod koniec 2008 r. rozpoczęto wznawianie referencyjnej emisji.

Wraz z uruchomieniem europejskiego mechanizmu stabilizacji finansowej dla Irlandii i Portugalii UE stała się częstym emitentem referencyjnym. Plan zaciągania pożyczek w ramach europejskiego mechanizmu stabilizacji finansowej na 2011 r. wynosi ogółem około 28 mld EUR (13,9 mld EUR dla Irlandii i 14,1 mld EUR dla Portugalii oraz w ramach wsparcia bilansu płatniczego i pomocy makrofinansowej: około 2 mld EUR). Fundusze są denominowane wyłącznie w euro.

Ponieważ pomoc UE ma charakter średniookresowy, spektrum terminów wykupu wynosi zwykle od 5 do 10 lat, ale może zostać rozszerzone do zakresu od 3 do 15 lub – sporadycznie – 30 lat.

Udzielanie pożyczek na zasadzie pożyczek wzajemnych powoduje, że budżet UE nie jest narażony na jakiegokolwiek ryzyko stopy procentowej ani ryzyko walutowe. Niezależnie od metody pożyczek wzajemnych, do obsługi zadłużenia z tytułu obligacji zobowiązana jest Unia Europejska, która zapewni terminowość wszystkich wypłat z tytułu obligacji.

Jako częsty pożyczkobiorca referencyjny, w ramach powyższych parametrów UE zamierza stworzyć krzywą rentowności zapewniającą płynność. UE zobowiązuje wiodące podmioty zarządzające inwestycjami do zapewnienia aktywnego rynku wtórnego i podawania zawsze cen kupna i sprzedaży oraz monitoruje, czy zobowiązania te są wypełniane.

Określanie funduszy UE

Pożyczki zaciągane przez UE są finansowane wyłącznie z funduszy uzyskanych na rynkach kapitałowych, a nie pochodzących z innych państw członkowskich lub budżetu.

Uzyskane fundusze są zasadniczo pożyczane państwu będącemu beneficjentem na zasadzie pożyczki wzajemnej, tj. o tym samym kuponie odsetkowym, terminie wykupu i kwocie. Ta zasada pożyczek wzajemnych nakłada ograniczenia na emisje UE, tj. właściwości emitowanych instrumentów finansowych są określane przez transakcję udzielania pożyczek, co oznacza, że nie jest możliwe finansowanie terminów lub kwot różnych od pożyczki.

W decyzji Rady określono łączną kwotę programu krajowego, raty i maksymalny średni termin wymagalności pakietu pożyczek. Następnie Komisja i państwo będące beneficjentem muszą uzgodnić parametry pożyczki i finansowania oraz ich raty i transze. Ponadto wszystkie raty pożyczki, z wyjątkiem pierwszej, zależą od zgodności z szeregiem różnych warunków zbliżonych do przewidzianych w pakietach MFW, co stanowi kolejny czynnik mający wpływ na ramy czasowe finansowania. Oznacza to, że ramy czasowe i terminy wypłat emisji zależą od powiązanej działalności pożyczkowej UE.

Procedura dotycząca europejskiego mechanizmu stabilizacji finansowej

- (1) Państwo członkowskie, które jest zagrożone poważnymi trudnościami gospodarczymi lub finansowymi w wyniku nadzwyczajnych okoliczności pozostających poza jego kontrolą, może zwrócić się o pomoc ze strony UE w ramach EMSF.
- (2) Rada UE podejmuje decyzję kwalifikowaną większością głosów w oparciu o zalecenie Komisji Europejskiej.
- (3) Państwo członkowskie negocjuje program dostosowania gospodarczego z Komisją Europejską, w porozumieniu z MFW i EBC.
- (4) Państwo członkowskie będące beneficjentem negocjuje z Komisją Europejską szczegóły protokołu ustaleń i umowy pożyczki oraz decyduje o ich realizacji.

- (5) Po podpisaniu protokołu ustaleń, umowy pożyczki i wniosku dotyczącego dokonania wypłat przez państwo członkowskie będące beneficjentem gromadzi się fundusze na międzynarodowych rynkach kapitałowych i wypłaca się pierwszą transzę. Po przeprowadzeniu przez Radę UE oceny przestrzegania przez państwo członkowskie warunków programu wypłaca się kolejne transze pożyczki.

2. Europejski Instrument Stabilności Finansowej (EFSF)

(EFSF 1.0) został utworzony przez państwa członkowskie należące do strefy euro w następstwie decyzji podjętej w dniu 9 maja 2010 r. przez Radę ECOFIN. EFSF 1.0 został utworzony jako spółka zarejestrowana w Luksemburgu. Głównym celem EFSF jest zapewnienie pomocy finansowej dla państw członkowskich strefy euro. Jako część ogólnego pakietu pomocy w wysokości 750 mld EUR, EFSF otrzymał gwarancje udzielone przez państwa członkowskie strefy euro w łącznej kwocie 440 mld EUR na operacje pożyczkowe dla państw członkowskich strefy euro znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej, z zastrzeżeniem spełniania wymogów w kontekście monitorowanego przez UE/MFW programu dostosowania gospodarczego.

Zdolność udzielania pożyczek

W ramach EFSF 1.0 efektywna zdolność EFSF do udzielania pożyczek jest ograniczona do wysokości 255 mld EUR w celu zachowania ratingu AAA obligacji emitowanych przez EFSF (zob. poniżej).

Rating kredytowy

Agencje ratingowe oceniły wiarygodność kredytową EFSF 1.0 na AAA. Na mocy wstępnej umowy (EFSF 1.0) spowodowało to ograniczoną zdolność udzielania pożyczek, ponieważ każda pożyczka udzielana przez EFSF musi być zabezpieczona (i) gwarancjami państw posiadających rating AAA; (ii) kwotą środków pieniężnych równą odpowiedniej części rezerwy środków pieniężnych EFSF oraz (iii) buforami gotówkowymi dostosowanymi do danej pożyczki. Rating AAA zasadniczo opiera się na następujących czterech elementach:

- (1) *Mechanizm gwarancji:* Zgodnie z umową gwarancyjną między państwami członkowskimi należącymi do strefy euro muszą one wydać nieodwołalne i bezwarunkowe gwarancje dla zaplanowanych płatności odsetek oraz kwoty głównej z tytułu instrumentów finansowych wyemitowanych przez EFSF. Ponadto gwarancja zabezpiecza do 120 % wartości udziału każdego państwa członkowskiego należącego do strefy euro we wszelkich zobowiązaniach EFSF (kwocie głównej i odsetkach), co podlega jednakże ograniczeniu przez odpowiednie zobowiązania gwarancyjne określone w załączniku 1 do umowy ramowej EFSF. Wszelkie niedobory wynikające z tego ograniczenia byłyby pokrywane przez rezerwy środków pieniężnych i bufor gotówkowy.
- (2) *Rezerwy środków pieniężnych:* Od środków finansowych przekazanych pożyczkobiorcy zostanie odliczona zaliczkowa opłata administracyjna, którą oblicza się jako 50 punktów bazowych zagregowanej kwoty głównej każdej pożyczki i wartości bieżącej netto marży naliczanej od stopy procentowej, która będzie należna od każdej pożyczki według stopy umownej do momentu jej planowanego terminu wymagalności.
- (3) *Bufor gotówkowy dostosowany do danej pożyczki:* W każdym przypadku udzielenia pożyczki państwu członkowskiemu EFSF musi ustalić taką wysokość buforu gotówkowego dostosowanego do danej pożyczki, by każda pożyczka udzielana przez EFSF była w pełni zabezpieczona gwarancjami o ratingu AAA oraz by kwota

środków pieniężnych była równa sumie odpowiedniej części rezerwy środków pieniężnych EFSF i tego odpowiedniego, dostosowanego do danej pożyczki, bufora gotówkowego.

- (4) *Ewentualne dodatkowe wsparcie:* Zgodnie z umową ramową EFSF wielkość programu EFSF może zostać zmieniony w drodze jednomyślnej zgody przez gwarantów. Zdolność EFSF do udzielania pożyczek nie może jednak być zwiększana w nieskończoność, ponieważ mogłoby to doprowadzić do pogorszenia pozycji kredytowej państw posiadających rating AAA, będących gwarantami. W przypadku utraty przez którekolwiek z tych państw ratingu AAA, zdolność pożyczkowa EFSF uległaby obniżeniu o kwotę gwarancji zapewnianą przez ten kraj.

Obligacje wyemitowane przez EFSF mają przypisaną zerową wagę ryzyka i spełniają kryteria EBC dotyczące kwalifikowalności do transakcji typu repo. Rating kredytowy EFSF mógłby uciec w wyniku potencjalnego pogorszenia wiarygodności kredytowej państw członkowskich strefy euro, zwłaszcza gwarantów posiadających rating AAA. Ponieważ EFSF posiada gwarancje indywidualne, obniżenie tylko jednego ratingu AAA państwa udzielającego gwarancji spowodowałoby obniżenie ratingu AAA EFSF, o ile nie wprowadzi się dodatkowego wsparcia jakości kredytowej.

Warunki

Wszelka pomoc finansowa udzielana przez EFSF jest związana z programem dostosowania gospodarczego obejmującego rygorystyczne wymogi polityczne określone w protokole ustaleń. Komisja negocjuje protokół ustaleń z państwem będącym beneficjentem, w porozumieniu z MFW i EBC.

Proces decyzyjny

Decyzje dotyczące przyznania środków w ramach EFSF podejmowane są jednomyślnie.

3. Europejski Instrument Stabilności Finansowej (EFSF 2.0)

Umowa ramowa EFSF została zmodyfikowana w celu uzyskania pełnej zdolności udzielania pożyczek w wysokości dostępnych 440 mld EUR.

Zdolność udzielania pożyczek

W ramach EFSF 2.0 efektywna zdolność EFSF do udzielania pożyczek jest ograniczona do wysokości 440 mld EUR w celu zachowania ratingu AAA obligacji emitowanych przez EFSF (zob. poniżej).

Rating kredytowy

Agencje ratingowe oceniły wiarygodność kredytową EFSF 2.0 na AAA. W celu zwiększenia efektywnej zdolności EFSF do udzielania pożyczek do maksymalnej wysokości 440 mld EUR zmieniono umowę ramową EFSF, tak by podwyższyć do 440 mld EUR gwarancje udzielane przez państwa posiadające rating AAA. Rating AAA zasadniczo opiera się zatem na tylko jednym elemencie – mechanizmie gwarancji.

Zgodnie z umową gwarancyjną między państwami członkowskimi należącymi do strefy euro muszą one wydać nieodwołalne i bezwarunkowe gwarancje dla zaplanowanych płatności odsetek oraz kwoty głównej z tytułu instrumentów finansowych wyemitowanych przez EFSF. Ponadto gwarancja zabezpiecza do 165 % wartości udziału każdego państwa członkowskiego należącego do strefy euro we wszelkich zobowiązaniach EFSF (kwocie głównej i odsetkach), co podlega jednakże ograniczeniu przez odpowiednie zobowiązania gwarancyjne określone w załączniku 1 do umowy ramowej EFSF. Obligacje wyemitowane przez EFSF mają przypisaną

zerową wagę ryzyka i spełniają kryteria EBC dotyczące kwalifikowalności do transakcji typu repo.

Rating kredytowy EFSF mógłby ucierpieć w wyniku potencjalnego pogorszenia wiarygodności kredytowej jakiegokolwiek z państw członkowskich strefy euro, zwłaszcza gwaranta posiadającego rating AAA. Ponieważ EFSF posiada gwarancje indywidualne, obniżenie tylko jednego ratingu AAA państwa udzielającego gwarancji spowodowałoby obniżenie ratingu AAA EFSF, o ile nie wprowadzi się dodatkowego wsparcia jakości kredytowej.

Warunki

Wszelka pomoc finansowa udzielana przez EFSF związana jest ze spełnianiem rygorystycznych wymogów politycznych określonych w protokole ustaleń. Komisja negocjuje protokół ustaleń z państwem będącym beneficjentem, w porozumieniu z MFW i EBC. Poza udzielaniem pożyczek w ramach programu dostosowania makroekonomicznego EFSF może również przyznawać linie kredytowe, przeprowadzać operacje na rynkach obligacji pierwotnym i wtórnym oraz udzielać pożyczek poza programami dokapitalizowania instytucji finansowych.

Proces decyzyjny

Decyzje dotyczące przyznania środków w ramach EFSF podejmowane są jednomyślnie.

4. Europejski mechanizm stabilności (ESM)

W dniach 24-25 marca 2011 r. unijni szefowie państw i rządów zatwierdzili utworzenie ESM jako stałego mechanizmu zarządzania kryzysowego w celu ochrony euro i stabilności finansowej w Europie. ESM będzie największą na świecie międzynarodową instytucją finansową dysponującą kapitałem w wysokości 700 mld EUR, z czego 80 mld będzie kapitałem wpłaconym. Wejście w życie ESM było początkowo przewidziane na lipiec 2013 r., lecz przewiduje się, że zostanie przełożone na połowę 2012 r.

5. Wspólne obligacje emitowane przez niemieckie kraje związkowe

Niemieckie kraje związkowe emitują specjalne obligacje nazywane „Jumbo”. Są to obligacje emitowane przez grupę niemieckich krajów związkowych. Dotychczas zostało przeprowadzonych 38 emisji obligacji typu „Jumbo” przez konsorcja liczące od pięciu do siedmiu krajów związkowych, natomiast w 1997 r. miała miejsce szczególnie duża emisja „Jumbo”, w której uczestniczyło aż dziesięć krajów związkowych. Do tej pory wszystkie „Jumbo” zostały zaplanowane jako obligacje proste, a średnia wielkość emisji nieznacznie przekracza 1 mld EUR, czyli jest ponad siedem razy większa od przeciętnej emisji obligacji przez pojedyncze kraje związkowe. Uczestnikami programów „Jumbo” są w większości przypadków kraje związkowe, które są małe pod względem powierzchni lub liczby mieszkańców. Obligacje typu „Jumbo” są bardziej płynne niż typowe obligacje emitowane przez kraje związkowe, co pozwala zaoszczędzić Skarbowi Państwa część premii z tytułu ryzyka utraty płynności w porównaniu ze stosunkowo niewielkimi emisjami obligacji przez pojedynczych emitentów. Z punktu widzenia inwestorów obligacje typu „Jumbo” stanowią obligacje strukturyzowane, złożone z odrębnych roszczeń wobec uczestniczących krajów związkowych w zależności od ich udziału we wspólnej emisji. Tym samym kraje związkowe są indywidualnie – ale nie wspólnie – odpowiedzialne za emisję.

Opis obligacji

- Częstotliwość emisji: zazwyczaj 2-3 emisje rocznie
- Terminy wykupu: 5-10 lat

- Wartość: 1-1,5 mld EUR
- Jeden kraj związkowy koordynuje emisję i działa jako podmiot wypłacający.

Rating kredytowy

Emisje tych obligacji posiadają rating AAA według agencji Fitch. Do niedawna Fitch przyznawał rating AAA wszystkim niemieckim krajom związkowym ze względu na *Länderfinanzausgleich* (procedura wyrównawcza będąca mechanizmem solidarnych i dorozumianych gwarancji między krajami związkowymi a państwem federalnym). Wyjaśnia to również częste rozbieżności między ocenami wiarygodności kredytowej wystawianymi przez agencję Fitch i inne agencje. Należy zauważyć, że nie wszystkie niemieckie kraje związkowe są obecnie oceniane przez agencję Fitch.

Według klasyfikacji agencji Fitch rating AAA odzwierciedla indywidualną wiarygodność kredytową wszystkich siedmiu krajów związkowych uczestniczących we wspólnej emisji. Tak wysoki rating opiera się na silnych mechanizmach wsparcia, które mają zastosowanie do wszystkich członków federacji, oraz szeroko zakrojonych instrumentów wsparcia płynności, z których korzystają wszystkie kraje związkowe, co zapewnia terminowość wypłat oraz podnosi wiarygodność kredytową krajów związkowych do poziomu Republiki Federalnej Niemiec. Fitch stwierdza, że mechanizmy wsparcia są stosowane w jednakowy sposób w stosunku do wszystkich członków tej federacji: rządu federalnego (Bund) i 16 krajów związkowych. Różnice w gospodarkach i wynikach finansowych krajów związkowych są nieistotne, ponieważ wszystkie kraje związkowe są w równym stopniu uprawnione do otrzymania wsparcia finansowego ze strony rządu federalnego w przypadku trudnej sytuacji finansowej. Obligacje wyemitowane przez niemieckie kraje związkowe mają przypisaną zerową wagę ryzyka i spełniają kryteria EBC dotyczące kwalifikowalności do transakcji typu repo.

Załącznik 4: Dokumenty i konwencje rynkowe

Jak wspomniano w sekcji 4 wprowadzenie obligacji stabilnościowych wymagałoby ustalenia różnych zabezpieczeń i konwencji rynkowych. Obejmowałoby to prawdopodobnie określenie następujących kwestii:

- Jurysdykcja, której podlegałyby emisja obligacji stabilnościowych: obligacje EFSF i UE/EFSM emitowane są zgodnie z prawem angielskim, co może spotkać się ze sprzeciwem politycznym.
- Struktura terminów wykupu papierów wartościowych: Strategia finansowania obligacji stabilnościowych powinna zostać ustalona celem (i) określenia emisji referencyjnych i krzywej rentowności oraz (ii) optymalizacji kosztów finansowania, ponieważ emisje w niektórych segmentach krzywej dochodowości są bardziej kosztowne niż w innych. Emisja krótkoterminowych papierów wartościowych (bonów skarbowych) w uzupełnieniu do obligacji o dłuższych terminach wykupu, mogłaby zwiększyć elastyczność dla Skarbu Państwa oraz przyczyniłaby się znacznie do poprawy dostępu do finansowania.
- Rodzaje kuponów (oprocentowanie stałe, zmienne, zerowe, indeksowane wskaźnikiem inflacji): Na początkowym etapie oraz dla ułatwienia określenia statusu referencyjnego może być wskazane skoncentrowanie się na strukturach obligacji prostych (ang. „plain vanilla”). Mogłoby to również ułatwić rozwój powiązanych instrumentów pochodnych, w szczególności opcji i kontraktów terminowych typu future.
- Giełda papierów wartościowych, na której notowane będą obligacje: Obligacje EFSF i UE/EFSM są obecnie notowane na luksemburskiej giełdzie papierów wartościowych. W przypadku obligacji stabilnościowych rynek ten może okazać się zbyt ograniczony, mimo że notowanie na kilku giełdach papierów wartościowych pociągałoby za sobą dodatkowe koszty.
- Konwencje dotyczące rozliczania: Konwencje te powinny zostać ustalone tak, by zwiększać atrakcyjność instrumentów, tj. w przypadku papierów krótkoterminowych z terminem rozliczenia t+1 (by ułatwić realizację krótkoterminowych celów Skarbu Państwa) oraz w przypadku obligacji o dłuższym terminie wykupu z terminem rozliczenia t+3 (aby zminimalizować ryzyko niedokonania rozliczenia).
- Strategia na rzecz pozyskania i utrzymania inwestorów: Konieczne byłoby nawiązanie relacji z potencjalnymi inwestorami, co mogłoby wymagać podjęcia decyzji co do tego, czy konieczne jest ustanowienie grupy głównych dealerów oraz w jaki sposób będzie zintegrowany sektor detaliczny itp.
- Wprowadzenie klauzul wspólnego działania, aby umożliwić zorganizowaną procedurę celem rozwiązywania wszelkich przyszłych kwestii dotyczących wypłacalności.

Bibliografia

Assmann, Ch. i J. Boysen-Hogrefe (2011), Determinants of government bond spreads in the euro area: in good times as in bad, Institut für Weltwirtschaft Kiel, artykuł zostanie opublikowany w piśmie *Empirica*.

Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, A proposal to restore euro area stability, 18 sierpnia 2011 r.

BBVA (2011), A unified sovereign debt issuance procedure in the Euro area with a Basket Bond, Global Public Finance – Policy report nr 1.

Becker, W., The Creation of a Common European Government Bond, Arguments Against and Alternatives, Cahier Comte Boël, nr 14, ELEC, kwiecień 2010 r.

Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Przemówienie podczas obrad Helleńskiej Fundacji Polityki Europejskiej i Zagranicznej, Poros, dnia 8 lipca 2011 r., <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html>

Boonstra, W.W. (2010), The Creation of a Common European Bond Market, *Cahier Comte Boël*, nr 14, ELEC, kwiecień 2010 r.

Carstensen, K.(2011), Eurobonds, Ausweg aus der Schuldenkrise?, Ifo Institute, http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr-PDFs/PK_20110817_Eurobonds_PPT.pdf

De Grauwe, P. i W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, maj/czerwiec 2009 r., s.132 – 135.

Delpla, J. i von Weizsäcker, J. (2010), The Blue Bond Proposal, *Breugel Policy Briefs 420*, Bruegel, Bruksela 2010 r.

Dübel, H-J. (2011), Partial sovereign bond insurance by the eurozone: A more efficient alternative to blue (Euro-)bonds, CEPS Policy Brief nr 252.

EPDA/SIFMA (2009), Towards a Common European T-bill Briefing Note, marzec 2009 r.

Eijffinger, S.C.W. (2011), Eurobonds – Concepts and Implications, *Briefing Note to the European Parliament*, marzec 2011 r.

Favero, C.A. i A. Missale (2010), EU Public Debt Management and Eurobonds, Chapter 4 in Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform, European Parliament, Bruksela.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011) Gemeinschaftsanleihen: Eurobonds erhöhen Zinslast um Milliarden, Philip Plickert, 19 lipca 2011 r. <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/gemeinschaftsanleihen-eurobonds-erhoehen-zinslast-um-milliarden-11115183.html#Drucken>

Giovannini Group (2000), Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area., http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

Issing, O. (2009), Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea, White Paper nr 3, Center for Financial Studies, Frankfurt 2009 r.

Jones, E. (2010), A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard, ISPI Policy Brief, nr 180, marzec 2010 r.

Jones, E. (2011), Framing the Eurobond, ISPI Commentary, 1 września 2011 r.

J.P. Morgan (2011), Designing and pricing the gold-plated Stability Bond, Global Fixed Income Markets Weekly, 26 sierpnia 2011 r.

Monti, M. (2010) „Nowa strategia na rzecz jednolitego rynku. W służbie gospodarki i społeczeństwa Europy” – sprawozdanie dla przewodniczącego Komisji Europejskiej, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf

NATIXIS (2011), What bonus/penalty system for the Stability Bond? Flash Economics nr 613, 22 sierpnia 2011 r.

Prodi, Romano and Alberto Quadrio Curzio (2011), EuroUnionBond ecco ci che va fatto, Il Sole 24 hore, 23 sierpnia 2011 r.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Jahresgutachten 2011/12

Schäuble, W. (2010), Schäuble on Eurobonds and fiscal union, interview with Quentin Peel, Financial Times, 5 grudnia 2010 r., <http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union>

Juncker, J.C. i G. Tremonti (2010), Stability Bonds would end the crisis, *The Financial Times*, 5 grudnia 2010 r.