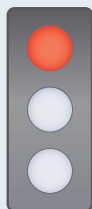


**PRZEDMIOT ZIELONEJ KSIĘGI:** Komisja przedstawia pomysły dotyczące kształtu euroobligacji.

**STRONY ZAANGAŻOWANE:** konsumenci i przedsiębiorstwa



**ZA:** · -

- PRZECIWIW:** · Euroobligacje oznaczają zawieszenie dyscyplinującej funkcji rynku, a przez to prowadzą do osłabienia dyscypliny budżetowej oraz zmniejszenia skłonności Państw Członkowskich do wprowadzania reform. Mechanizmy polityczne proponowane przez Komisję nie zrekompensują tych zjawisk.
- Euroobligacje w kształcie zaproponowanym w wariantcie 1 naruszają kompetencje budżetowe niemieckiego Bundestagu, chronioną przez konstytucyjną gwarancję stałości zasad podstawowych.

## TREŚĆ

### Tytuł

Zielona Księga w sprawie możliwości wprowadzenia **Obligacji Stabilnościowych**. Sygnatura COM(2011) 818 z 23 listopada 2011 r.

### Treść

#### › Tło i cele

- Spadająca wiarygodność kredytowa wielu Państw Członkowskich i towarzyszący temu wzrost oprocentowania obligacji spowodował kryzys zadłużenia, dotyczący coraz większą liczbę Państw Członkowskich. Wielu polityków i naukowców wzywa więc do wprowadzenia euroobligacji, które miałyby położyć kres kryzysowi.
- Euroobligacje (Komisja używa terminu obligacje stabilnościowe) – to obligacje państwowe emitowane przez Państwa Członkowskie należące do strefy euro poprzez urząd ds. zarządzania wspólnym długiem. Wpływy z obligacji urząd przekazywałby Państwom Członkowskim.
- Komisja poddaje pod dyskusję:
  - warunki wstępne wprowadzenia euroobligacji;
  - potencjalne korzyści z euroobligacji;
  - trzy warianty kształtu euroobligacji. Różnice między nimi polegają na:
    - pełnym lub częściowym zastąpieniu przez euroobligacje obligacji krajowych
    - wprowadzeniu gwarancji solidarnych i indywidualnych – lub też indywidualnych, ale niesolidarnych

W przypadku gwarancji indywidualnych, ale niesolidarnych, każde Państwo Członkowskie jest odpowiedzialne jedynie za własny udział w emisji euroobligacji. Udział Państwa Członkowskiego w emisji zależy od wielkości udziału w budżecie UE lub wagi państwa w kluczu kapitałowym Europejskiego Banku Centralnego (ECB). W przypadku gwarancji solidarnych i indywidualnych, każde Państwo Członkowskie jest odpowiedzialne nie tylko za własne udziały, ale także za udziały innych Państw Członkowskich, które nie są w stanie wypełnić swoich zobowiązań. W takiej sytuacji jednak Państwo Członkowskie, które przejęło odpowiedzialność, może wystąpić z roszczeniem pod adresem Państwa, które popadło w tarapaty.

#### › Wstępne warunki wprowadzenia euroobligacji

- Wszelkie „niewłaściwe zachowania” (wynikające z „pokusy nadużycia”) Państw Członkowskich, w szczególności polegające na niedostatecznej dyscyplinie budżetowej, mają zostać wzięte pod uwagę.
  - „Pokusa nadużycia” powstaje przez sam fakt, że euroobligacje zmniejszają zachęty do utrzymywania dyscypliny budżetowej. Państwa Członkowskie mogą zaciągać dług kosztem dyscypliny budżetowej innych Państw Członkowskich, i nie ma to wpływu na ich koszty finansowe. Słabsze jest wówczas dyscyplinujące oddziaływanie rynku.
- By zniwelować osłabienie zachęt do zachowania dyscypliny budżetowej, Komisja proponuje:
  - zwiększyć nadzór na dyscypliną budżetową poprzez wcześniejsze planowanie rezerw w budżetach krajowych oraz poprzez uzależnienie wprowadzania w życie „nowych, kosztownych działań” od realizacji budżetu zgodnie z przyjętymi założeniami;
  - wzmocnienie nadzoru nad przypadkami nierównowagi makroekonomicznej, takimi jak utrata konkurencyjności w wielu Państwach Członkowskich, oraz – gdy to konieczne – korygowanie ich, gdyż tego rodzaju nierównowaga może mieć negatywny wpływ na krajowe budżety;
  - wdrożenie „systemu”, który zapewni pełną obsługę zadłużenia każdego z Państw Członkowskich. W tym celu należy wyposażyć „instytucję” w „szerokie uprawnienia ingerencyjne”, w tym możliwość objęcia Państw Członkowskich, które nie wywiązują się z zobowiązań, pewnego rodzaju „zarządem komisarycznym” (s. 22);
  - wprowadzić płatności kompensacyjne pomiędzy państwami o wysokiej i niskiej wiarygodności kredytowej; oraz
  - zezwolić na emitowanie euroobligacji tylko wówczas, gdy Państwa Członkowskie stosują się do przepisów makroekonomicznych i fiskalnych, w szczególności spełniają wymogi Paktu Stabilności i Wzrostu.
- Wzmocnienie nadzoru makroekonomicznego i fiskalnego, służące uniknięciu „pokusy nadużycia”, będzie wymagało zmian w traktatach UE oraz uzupełniających przepisach pochodnych, a także nowelizacji prawa krajowego w wielu Państwach Członkowskich.

Analiza z dnia 23 stycznia 2012 r.

- Euroobligacje muszą cieszyć się wysoką wiarygodnością kredytową, w przeciwnym wypadku:
  - istnieje ryzyko, że inwestorzy kupią tylko niewielką ich część, a
  - Państwa Członkowskie o wysokiej wiarygodności kredytowej zrezygnują z udziału w emisji euroobligacji, gdyż oznaczają one zwiększenie kosztów finansowania.
- Uruchomienie euroobligacji o gwarancjach indywidualnych i solidarnych oznacza naruszenie zakazu przeprowadzania wykupów (bail-out prohibition, art. 125 TFEU), dlatego też traktaty UE muszą być w tym zakresie zmienione.

#### › Korzyści z wprowadzenia euroobligacji

- Euroobligacje złagodzą kryzys zadłużenia, ponieważ „Państwa Członkowskie o wysokich kosztach obsługi zadłużenia” będą mogły skorzystać z wiarygodności kredytowej „Państw Członkowskich o niskich kosztach” tejsze obsługi.
- Kraje o wysokich kosztach to Państwa Członkowskie o niskiej wiarygodności kredytowej, takie jak Grecja
- Kraje o niskich kosztach to Państwa Członkowskie o wysokiej wiarygodności kredytowej, takie jak Niemcy.

Wykupy finansowe nie będą już konieczne, a w najgorszym razie – tylko w niewielkim zakresie.

- Euroobligacje ustabilizują europejski system bankowy, ponieważ posiadanie przez wewnętrzne sektory bankowe dużej liczby krajowych obligacji państwowych prowadziło zwykle do zmniejszenia wiarygodności kredytowej krajowych banków w sytuacji, gdy spadała wiarygodność danego Państwa Członkowskiego. W konsekwencji refinansowanie banków było utrudnione. Dzięki euroobligacjom możliwe będzie przełamanie tej współzależności.
- Euroobligacje zwiększą płynność na rynku obligacji państwowych.
  - rynek jest uznawany za płynny, jeśli dużą liczbę obligacji państwowych można na nim sprzedać bez wpływu na rynkowe ceny. Dlatego też, płynność rynku zwiększa się wraz ze wzrostem wielkości rynku i wzrostem wartości zakupów i sprzedaży
  - na rynku o mniejszej płynności, sprzedaż wielkiej liczby obligacji państwowych prowadzi do spadku cen. Dlatego też inwestorzy domagają się premii z tytułu płynności w formie karnych odsetek. Innymi słowy, zwiększona płynność oznacza mniejsze premie z tytułu płynności. Dzięki Euroobligacjom, premie z tytułu płynności w przypadku Niemiec zmniejszyłyby się o 0,07 punktu procentowego, a w przypadku krajów strefy euro o średnio 0,17 proc.
- Euroobligacje sprawiają, że decyzje ECB dotyczące polityki monetarnej będą bardziej skuteczne. W przypadku obligacji państwowych wielu Państw Członkowskich rynek nie miał już płynności. Tymczasem płynność rynków jest wstępnym warunkiem podejmowania decyzji z zakresu polityki monetarnej – takich jak zmniejszenie stóp procentowych – dotyczących przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

#### › Wariant 1: Pełne zastąpienie krajowych obligacji państwowych euroobligacjami o solidarnych i indywidualnych gwarancjach

- Finansowanie wydatków rządowych jest w pełni pokryte euroobligacjami. Krajowe obligacje państwowe nie są emitowane.
- Wariant ten wiąże się z „największą pokusą nadużycia” (s. 13).
- Ten wariant euroobligacji może być „najbardziej efektywny” jeśli chodzi o korzyści (s. 13).
- koszty finansowania rządu w przypadku Niemiec rosną o 0,5-2 punkty procentowe (s. 6).
- wprowadzenie wariantu 1 może potrwać „długo” (s. 19) ze względu na konieczność dokonania zmian w traktatach UE.

#### › Wariant 2: Częściowe zastąpienie krajowych emisji euroobligacjami o solidarnych i indywidualnych gwarancjach („podejście niebiesko-czerwone”).

- „Obligacje niebieskie” byłyby euroobligacjami o solidarnych i indywidualnych gwarancjach.
- „Obligacje czerwone” byłyby krajowymi obligacjami rządowymi emitowanymi w przypadku potrzeby dodatkowego finansowania wydatków rządu i miałyby charakter podporządkowany w stosunku do obligacji niebieskich.
  - ECB nie będzie zezwalał na wykorzystywanie obligacji czerwonych do refinansowania, gdyż ich wiarygodność kredytowa będzie zbyt niska
- Ustalony zostanie limit wartości obligacji niebieskich, np. na poziomie 60 proc. PKB każdego poszczególnego Państwa Członkowskiego.
- W przypadku niespełnienia wymogów Paktu Stabilności i Rozwoju, ten maksymalny poziom zostanie obniżony
- Pokusa nadużycia może zaistnieć tylko w początkowej fazie, ponieważ Państwa Członkowskie o niskiej wiarygodności kredytowej będą mogły korzystać z wyższej wiarygodności kredytowej innych Państw Członkowskich tylko do momentu osiągnięcia poziomu 60 proc. Gdy to się stanie, Państwa Członkowskie będą mogły emitować wyłącznie obligacje czerwone, których oprocentowanie zależeć będzie od ryzyka przypisywanego danemu krajowi.
- Po określeniu maksymalnego progu wartości euroobligacji, musi być on utrzymywany i nie może podlegać zmianom pod presją polityków. W przeciwnym razie dyscyplinujące efekty obligacji czerwonych nie zostaną osiągnięte.
- To, jak wielkie będą korzyści z euroobligacji, zależy od poziomu, na jakim ustalony zostanie maksymalny próg zadłużenia: im będzie on wyższy, tym większe będą korzyści. Kryzys zadłużenia utrzymywany jest w fazie początkowej, w której Państwa Członkowskie będą emitować wyłącznie obligacje niebieskie. W rezultacie możliwe są przypadki nieregulowania płatności.
- Rentowność obligacji niebieskich jest niska i porównywalna z aktualną rentownością obligacji rządowych z ratingiem AAA. Rentowność obligacji czerwonych będzie zróżnicowana. Zależać będzie od płynności danego rynku oraz oceny kryteriów kredytowych.
- Wprowadzenie wariantu 2 zajmie „dużo” czasu (s. 19) ze względu na konieczność wprowadzenia zmian w traktatach UE. Przepisy dotyczące nadzoru makroekonomicznego i fiskalnego wymagają jednak mniejszych zmian niż w przypadku wariantu 1, ponieważ dyscyplinujące funkcje rynku są utrzymane.

#### › Wariant 3: Częściowe zastąpienie krajowych emisji euroobligacjami o indywidualnych, ale niesolidarnych gwarancjach

- Euroobligacje mogą – jak w wariantie 2 – być emitowane aż do osiągnięcia ustalonego progu ich wartości. Wszelkie dodatkowe potrzeby pożyczkowe muszą być zaspokajane poprzez krajowe obligacje państwowe.

Analiza z dnia 23 stycznia 2012 r.

- Poszczególne Państwa Członkowskie będą odpowiedzialne tylko za swój udział, który odpowiadał będzie udziałowi w budżecie UE lub wadze kraju w kluczu kapitałowym EBC.
- Ze względu na to, że gwarancje będą miały charakter indywidualny, ale niesolidarny, pokusa nadużycia będzie niska. Co więcej, dzięki utrzymaniu możliwości krajowych emisji, zachowana zostanie dyscyplinująca funkcja rynku.
- Korzyści z wprowadzenia euroobligacji będą mniejsze niż w przypadku wariantów 1 i 2. Kryzys zadłużenia może być zaledwie opanowany.
- Euroobligacje o gwarancjach indywidualnych, ale niesolidarnych miałyby w najlepszym przypadku przeciętną jakość kredytową. Dlatego też Komisja proponuje poprawienie jakości kredytowej, w szczególności poprzez zabezpieczenie ich złotem, gotówką lub akcjami w przedsiębiorstwach publicznych, a także poprzez przeznaczenie na obsługę euroobligacji przychodów z określonego podatku.
  - Poprawienie jakości kredytowej zaowocuje zmniejszeniem rentowności euroobligacji i zwiększeniem rentowności obligacji krajowych. Odsetki od ogólnego zadłużenia Państw Członkowskich nie zmienią się.
- Wprowadzenie wariantu 3 jest możliwe szybko, gdyż zmiany w traktatach nie są konieczne.

## Tło polityczne

W decyzji z 6 lipca 2011 r., dotyczącej kryzysu finansowego, gospodarczego i społecznego, Parlament Europejski wezwał Komisję do przeanalizowania możliwości wprowadzenia euroobligacji, tak by zidentyfikować warunki, po spełnieniu których instrumenty te przyniosłyby korzyści wszystkim zaangażowanym Państwom Członkowskim.

## Podmioty uczestniczące w procesie politycznym

Prowadząca Dyrekcja Generalna:

Dyrekcja ds. gospodarczych i monetarnych

## OCENA

### Ocena wpływu na gospodarkę

Nie ma wątpliwości, że euroobligacje niosą ze sobą pokusę nadużyć. Jednak wbrew nadziejom Komisji, usunięcie tej pokusy środkami politycznymi jest niemożliwe. Dyscyplinującej funkcji rynku nie da się zastąpić. W mechanizmach politycznych, takich jak proponowane zwiększenie nadzoru nad przestrzeganiem dyscypliny budżetowej i przypadkami nierównowagi makroekonomicznej, sankcje mogą zostać podważone lub opóźnione wskutek wprowadzenia wyjątków lub politycznych układów. Wyraźnie pokazują to doświadczenia stosowania Paktu Stabilności i Wzrostu.

Co więcej, Państwo Członkowskie, któremu grozi wprowadzenie sankcji, może również zagrozić zawieszeniem spłacania należności i odsetek od euroobligacji. Chociaż narzędzia służące ingerowaniu w krajowe budżety mają chronić przed tego rodzaju zagrożeniami, jest wątpliwe, czy uprawnione instytucje będą rzeczywiście przejawiały ochotę - i będą w stanie - wykorzystać swe uprawnienia bez oglądania się na wewnętrzne reperkusje polityczne.

Oplaty kompensacyjne, wynikające z różnic w poziomie wiarygodności Państw Członkowskich, będą niemożliwe do wyegzekwowania. Jeśli Państwo Członkowskie będzie tyle mocno zadłużone, że prawdopodobne stanie się zawieszenie obsługi długów wynikających z euroobligacji, natychmiast zawieszona zostanie również wypłata opłat kompensacyjnych. Co więcej, jeśli założy się, że inwestorzy właściwie ocenią ryzyko niewypłacalności, opłaty kompensacyjne będą równe aktualnej różnicy w oprocentowaniu. Takie rozwiązanie to żadna korzyść dla Państw Członkowskich o wysokim oprocentowaniu zadłużenia. Dlatego też, niskie opłaty kompensacyjne oznaczają de facto wprowadzenie tylnymi drzwiami unii transferowej.

Ze względu na zmniejszenie presji rynkowej oraz brak możliwości wyeliminowania nadużyć, w wielu Państwach Członkowskich osłabnie zapał do reform. Już w trakcie wprowadzania euro Państwa Członkowskie z południa kontynentu przez dekadę korzystały z niskich stóp procentowych. Wynikające z tego poluzowanie budżetowe nie zostało jednak wykorzystane do zmniejszenia zadłużenia. Przeciwnie - niskie stopy procentowe oznaczały, że branie kredytów było tańsze, przez co państwa zwiększyły swoje zadłużenie. Także w przypadku euroobligacji można się spodziewać, że zysk z mniejszego oprocentowania zostanie skonsumowany, a konieczne reformy nie zostaną podjęte. Szczególnie w czasie kryzysu rządy mogą wprowadzać rzeczywiste gospodarcze i budżetowe reformy, które byłyby trudne do zrealizowania w „normalnych” czasach. Już sama dyskusja o euroobligacjach jednak utrudnia realizację reform, a przez to rozwiązanie kryzysu zadłużenia.

Wiele Państw Członkowskich musi obecnie podjąć reformy, których zaniechało przed i po wprowadzeniu euro. Zmniejszenie presji na reformy, towarzyszące pomysłowi euroobligacji będzie oznaczać, że strefa euro wciąż będzie cierpieć ze względu na nierównowagę makroekonomiczną i brak dyscypliny budżetowej. Trwanie kryzysu w obecnej postaci, czego spodziewa się Komisja, w najlepszym razie możliwe jest tylko na krótką metę. W dłuższym okresie problemy będą narastały. Skuteczne ustabilizowanie systemu bankowego będzie możliwe tylko wtedy, jeśli banki otrzymają zachęty do większej dywersyfikacji. W tym celu konieczne jest zabezpieczenie obligacji rządowych kapitałem własnym o odpowiednim poziomie ryzyka. Trzeba będzie również pożegnać się z dogmatem, że istnieją instytucje „zbyt duże, by upaść”.

Pozytywne efekty zwiększonej płynności będą nieproporcjonalne do zwiększonych kosztów oprocentowania oraz zagrożeń wynikających z pokusy nadużycia.

Warianty przedstawione przez Komisję należy ocenić następująco:

Finansowanie zadłużenia krajowego wyłącznie poprzez euroobligacje (wariant 1) oznacza maksymalizację pokusy nadużyć. Dane Państwo Członkowskie może zdać się na wykup przez pozostałe Państwa Członkowskie. Konsolidacja budżetowa i realne reformy gospodarcze służące zwiększeniu konkurencyjności nie będą miały miejsca. W przypadku Niemiec stopa oprocentowania wzrośnie, co wywoła dwa negatywne

Analiza z dnia 23 stycznia 2012 r.

skutki: z jednej strony – prywatne kredyty i pożyczki staną się droższe, ponieważ oprocentowanie mało ryzykownych niemieckich obligacji państwowych jest opcją typu floor. Jeśli opcja typu floor rośnie, wszystkie inne stopy oprocentowania również rosną, przez co inwestowanie staje się utrudnione. By sfinansować wyższe stopy procentowe, trzeba podnieść podatki lub ograniczyć wydatki.

Euroobligacje o gwarancjach solidarnych i indywidualnych (wariant 2) niosą ze sobą olbrzymią pokusę nadużyć. Żywione przez Komisję nadzieje, że możliwe jest trwałe ustalenie górnego limitu wielkości euroobligacji są naiwne. Obawy przed niewypłacalnością państw, które dziś tworzą polityczną presję w kierunku wprowadzenia euroobligacji, wkrótce stworzą polityczną presję w kierunku podniesienia limitu. Co więcej, propozycja Komisji, zakładająca obniżenie limitu w przypadku naruszenia Paktu Stabilności i Rozwoju, jest politycznie niewykonalna, ponieważ w ten sposób problemy budżetowe danego Państwa Członkowskiego zwiększyłyby się jeszcze bardziej.

W związku z tym, że pokusy nadużyć nie da się uniknąć, nie można się spodziewać, że Państwa Członkowskie wykorzystają zyski z wprowadzenia obligacji niebieskich do obniżki poziomu zadłużenia.

Euroobligacje o gwarancjach indywidualnych, ale niesolidarnych (wariant 3) nie zaowocują oczekiwanym obniżeniem oprocentowania. Do tego konieczne byłoby poprawienie jakości kredytowej – jednak państwa o niskiej wiarygodności kredytowej nie mogą tego zapewnić. Przeciwnie – jest dużo bardziej prawdopodobne, że Państwa Członkowskie, które już teraz cieszą się wysoką wiarygodnością, będą musiały jeszcze bardziej poprawić jakość kredytową, by zrekompensować niższą wiarygodność pozostałych Państw. Dlatego też wariant 3 nie różni się znacząco od wariantu 2.

## Ocena prawna

### Kompetencje

Traktaty UE nie przyznają jakichkolwiek kompetencji do wprowadzenia euroobligacji. Jako podstawa prawna służyć może wyłącznie tak zwana klauzula elastyczności (art. 352). Zgodnie z nią, UE jest upoważniona do podejmowania – gdy to konieczne – działań mających na celu osiągnięcie celów zapisanych w traktatach. Euroobligacje o gwarancjach indywidualnych i solidarnych nie mogą być jednak oparte nawet na tej klauzuli – ich wprowadzenie jest bowiem sprzeczne z zakazem wykupu (art. 125 TFEU), bo przecież w przypadku gwarancji indywidualnych i solidarnych Państwa Członkowskie stają się odpowiedzialne również za udziały innych Państw Członkowskich. Art. 352 TFEU może służyć jako podstawa do wprowadzenia euroobligacji o gwarancjach indywidualnych, ale niesolidarnych, w przypadku których każde Państwo Członkowskie jest odpowiedzialne wyłącznie za własny udział, co nie ma związku z zakazem wykupu.

### Zgodność z prawem UE

Euroobligacje o gwarancjach indywidualnych i solidarnych naruszają zakaz wykupu (art. 125 TFEU), co zresztą przyznaje sama Komisja. By wprowadzić w życie wariant 1 lub 2 konieczne więc będzie znowelizowanie Traktatów. Wariant 3 będzie zgodny z zakazem wykupu, przewiduje bowiem gwarancje indywidualne, ale niesolidarne.

## WNIOSKI

Decyzje polityków nie mogą uchronić przed pokusą nadużyć. Dyscyplinującej funkcji rynku nie da się niczym zastąpić.

---

**Centrum für Europäische Politik (Centrum Polityki Europejskiej, CEP)** jest niemiecką organizacją pozarządową, która na bieżąco monitoruje i analizuje procesy legislacyjne prowadzone na poziomie Unii Europejskiej oraz dzieli się tą wiedzą z politykami, naukowcami, mediami i ogółem społeczeństwa.

Więcej informacji: [www.cep.eu](http://www.cep.eu)

**Fundacja FOR** jest organizacją pozarządową, która prowadzi działania sprzyjające rozwojowi instytucji demokratycznych oraz wzmocnieniu społeczeństwa obywatelskiego w Polsce.

Więcej informacji: [www.for.org.pl](http://www.for.org.pl)