

**UNIwersytet WarMińsko-Mazurski w Olsztynie**  
**Wydział Nauk Ekonomicznych**

**STUDIA PODYPLOMOWE**  
**MECHANIZMY FUNKCJONOWANIA STREFY EURO**

Projekt realizowany z Narodowym Bankiem Polskim  
w ramach programu edukacji ekonomicznej

VII edycja 2015/2016



**Iwona Kozłowska**

**Euroobligacje jako sposób na rozwiązanie kryzysu  
zadłużeniowego**

Praca końcowa wykonana

pod kierunkiem

dr. Kamila Kotlińskiego

Olsztyn 2016

## SPIS TREŚCI

SPIS TREŚCI.....	2
Streszczenie.....	3
Wstęp .....	3
1. Kryzys jako geneza idei wprowadzenia euroobligacji.....	4
2. Koncepcje wspólnych obligacji .....	7
3. Szanse i zagrożenia jakie niosą wspólne obligacje.....	12
3.1 Zalety wprowadzenia euroobligacji .....	13
3.2 Wady proponowanego rozwiązania.....	14
3.3 Ocena koncepcji .....	16
Wnioski.....	18
Bibliografia .....	20
Strony internetowe .....	22
Spis tabel.....	22

## **Streszczenie**

Od pewnego czasu powraca temat wprowadzenia tak zwanych euroobligacji jako remedium na europejskie problemy zadłużeniowe. Praca jest analizą teoretyczną koncepcji wspólnych obligacji i jej wpływu na kształt rynku długu w Europie. Idea euroobligacji polega na stworzeniu jednego instrumentu dłużnego denominowanego w euro, który będzie służył krajom posługującym się wspólną walutą do finansowania swoich deficytów budżetowych. Gwarantem ich emisji nie byłby poszczególne państwa tylko wszyscy członkowie strefy euro razem. Przeanalizowano wady oraz zalety proponowanych rozwiązań. Wspólne papiery państw strefy euro uczyniłyby Europę bardziej niezależną od rynków finansowych. Obligacje te pozwoliłyby znacznie obniżyć koszt finansowania krajów mających problemy. Jednak dla pozostałych państw, euroobligacje oznaczałyby większe koszty spłaty długu niż obecnie. Emisja takich obligacji jest możliwa pod warunkiem stworzenia odpowiednich ram prawnych i instytucjonalnych oraz integracji polityki fiskalnej państw strefy euro gwarantujących wystarczający poziom wiarygodności emitowanych instrumentów dłużnych. Analizując obecną sytuację w strefie euro, można dojść do wniosku, że na obecnym etapie nie ma pełnej diagnozy i trafnej prognozy zachodzących przemian i brakuje również spójnej koncepcji poprawy sytuacji w całej unii monetarnej.

## **Wstęp**

Kryzys finansowy ujawnił niedoskonałości unii walutowej. Sytuacja jest na tyle poważna, że podjęta próba integracji monetarnej ma wpływ na gospodarki większości członków strefy euro. O ile początkowym celem działania strefy euro było zapewnienie dobrobytu jej członkom, o tyle w aktualnej sytuacji jest dyskutowana przyszłość całej strefy oraz scenariusze wyprowadzania z kryzysu poszczególnych państw. Powstały pod koniec 2010 r. pomysł stworzenia unijnych obligacji, wydawał się być inicjatywą, która pomoże zadłużonym krajom Unii Europejskiej. Rytm Europie nadawały zmiany wynikające z kryzysu, a wspólne obligacje mogły stać się instrumentem mającym zapobiec upadkowi strefy euro. Pojawiło się wiele propozycji odnośnie nowych, wspólnych obligacji wszystkich krajów strefy euro. Uważano, że byłby to spektakularny krok w kierunku integracji gospodarczej Unii Europejskiej. Zwolennicy sądzą, iż byłyby

natychmiastowym rozwiązaniem kryzysu zadłużenia. Z drugiej strony uważa się, iż pomysł ich emitowania jest błędny z powodów prawnych, politycznych i gospodarczych. Celem opracowania jest próba oceny zasadności i potencjalnych konsekwencji emisji wspólnych obligacji. Czy euroobligacje mogą pomóc w walce z kryzysem? Praca przedstawia zarówno atuty, jak i defekty wspólnej emisji obligacji, które mogą być sposobem złagodzenia kryzysu zadłużeniowego w strefie euro.

W pracy wykorzystano materiały pochodzące z literatury polskiej oraz anglojęzycznej. Główne źródło informacji stanowiły książki, artykuły i publikacje naukowe dostępne także w internecie.

## **1. Kryzys jako geneza idei wprowadzenia euroobligacji**

Największą bolączką światowej gospodarki jest kryzys zadłużenia w Unii Europejskiej. Przyczyny kryzysu pozostają wciąż takie same: bezwzględny pęd do wdrażania programów oszczędnościowych, nadmiar złych długów, zbyt dużo bankrutujących banków. Załamanie strefy euro stwarza nie tylko zagrożenie dla krajów posiadających wspólną walutę, ale stanowi wyzwanie związane ze spójnością i funkcjonowaniem całej Unii Europejskiej. Zagroza długoterminowemu powodzeniu ambitnego projektu, jakim jest wprowadzenie wspólnej waluty w zdecydowanej większości krajów Wspólnoty. Sytuacja takich krajów, jak Grecja, Włochy czy Hiszpania jest szczególnie trudna. Bez uzyskania pomocy ze strony międzynarodowych instytucji finansowych i samej Unii Europejskiej, za pośrednictwem Europejskiego Banku Centralnego, państwa te nie byłyby w stanie spłacać swoich bieżących zobowiązań (KRACIUK 2013, s. 125). Część członków strefy euro jest wysoko zadłużona. Wydatki budżetowe przewyższające wpływy były i są finansowane poprzez emisję obligacji skarbowych. Jednakże gospodarki niektórych krajów nie są w stanie obsługiwać już samodzielnie nagromadzonych długów, więc ich rządy korzystają z pomocy Unii Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Utrzymująca się niepewność odnośnie strefy euro wprowadza nerwowość na rynkach finansowych i spowalnia ożywienie globalnej koniunktury. Euroland będący w obliczu kryzysu zadłużeniowego musi znaleźć sposób uspokojenie rynków. Kraje strefy euro walczą z kryzysem wspólnej waluty osobno, głównie poprzez oszczędności budżetowe. Cięcia w wydatkach były i są

główną receptą na problemy euro. Politycy wierzą, że dzięki tym zabiegom uda im się odzyskać zaufanie inwestorów, a co za tym idzie zagwarantować dalszy dostęp do w miarę taniego kredytu. Problem w tym, że na efekty tego typu reform trzeba czekać, a inwestorzy już nie raz przekonali się, że cięcia które dobrze wyglądają na papierze, niezwykle trudno przeprowadzić jest w praktyce. Żywiono również przekonanie, że pierwszy krok ku zakończeniu kryzysu to: skończyć z zaciskaniem pasa, zatrzymać i odwrócić wdrożone samobójcze programy cięć w wydatkach publicznych; umorzyć niespłacalne długi tak te zaciągnięte przez państwa (Grecja), jak i podmioty indywidualne oraz firmy (Hiszpania); pozwolić upaść prywatnym bankom, a jeśli zajdzie taka potrzeba – znacjonalizować je i zrekapitalizować. Aby zapobiec szerzeniu się finansowej paniki, konieczne będzie wprowadzenie ścisłych ograniczeń przepływu kapitału.<sup>1</sup>

Konsekwencje kryzysu finansowego miały istotny, negatywny wpływ na wzrost gospodarczy i stabilność finansową, powodując znaczne pogorszenie stanu finansów publicznych państw członkowskich Unii Europejskiej, przede wszystkim zaś krajów członkowskich strefy euro. Niektóre państwa członkowskie doświadczyły destabilizacji finansów publicznych, co doprowadziło do pogorszenia deficytu i zadłużenia międzynarodowego (KLIMOWICZ M. 2014, s. 265). Jednym z pomysłów na rozwiązanie kryzysu zadłużeniowego jest wprowadzenie euroobligacji, czyli wspólnych obligacji krajów strefy euro. Istota koncepcji polegałaby na tym, iż państwa europejskie nawzajem gwarantowałyby swoje długi, dzięki czemu inwestorzy uznaliby te obligacje za bardzo bezpieczne, co przekładałoby się na niskie oprocentowanie. W ten sposób powstałby drugi największy (po amerykańskim) rynek obligacji na świecie.

Formalne dyskusje nad uruchomieniem mechanizmu emisji obligacji stabilnościowych zapoczątkowano w listopadzie 2011 roku wraz z publikacją Zielonej Księgi w tej sprawie. Jednak pomysł euroobligacji pojawił się już wcześniej. Emisję wspólnotowych obligacji zaproponował prawie 20 lat temu ówczesny przewodniczący Komisji Europejskiej Jacques Delors, choć idea nie spotkała się wówczas z przychylnym przyjęciem. Wariantów wspólnotowych obligacji było kilka i choć różniły się w szczegółach, to łączyło je przekonanie, że za wspólną walutą powinien stać wspólny dług. Kraje strefy euro zamiast indywidualnie zadłużać się na rynkach emitowałyby wspólne papiery dłużne. Byłaby to wspólnotowa odpowiedź na kryzys. Dzięki temu

---

<sup>1</sup><http://zielonewiadomosci.pl/zw/euroobligacje-czym-sa-i-dlaczego-nie-beda-dzialac/>(dostęp: 20.04.2016)

zabiegowi kraje "bezpieczne" jak Niemcy użyczyłyby swojej wiarygodności krajom "mniej bezpiecznym" jak Portugalia, Włochy, Hiszpania czy Grecja. Balansujące na granicy bankructwa państwa strefy euro zyskałyby dostęp do relatywnie niskooprocentowanego kapitału i czas na zreformowanie swoich gospodarek nie pod dyktando inwestorów, ale w sposób bardziej przemyślany i całościowy. Dla Niemiec, które na pomoc dla strefy euro wydają najwięcej oznaczałoby to ograniczenie bezpośrednich transferów finansowych.

Na wspólnych papierach wartościowych strefy euro skorzystałyby kraje, które z powodu problemów z zadłużeniem muszą płacić bardzo wysokie odsetki za własne obligacje państwowe. Jednak dla pozostałych państw, w tym Niemiec, które są krajem o wysokiej wiarygodności kredytowej, euroobligacje oznaczałyby większe koszty spłaty długu niż obecnie. Oprocentowanie papierów musiałyby być wyższe niż niemieckich, biorąc pod uwagę kondycję fiskalną innych krajów strefy euro.

Uważano, że sprzedaż obligacji oznacza, że państwo, które je emituje, pożycza pieniądze od nabywców tych papierów. Jednocześnie dotychczas budżet Unii Europejskiej jest skonstruowany tak, że może mieć tylko tyle wydatków, ile do niego wpłynę składki. Tym samym stworzenie euroobligacji, nawet jeśli nie będą bezpośrednio powiązane z budżetem unijnym, byłoby dużą nowością. Bowiem zadłużone byłyby nie tylko pojedyncze kraje członkowskie, ale ich grupy w ramach Wspólnoty. Pozwoliłyby one znacznie obniżyć koszt finansowania krajów mających problemy. Uważano, że byłyby też jasnym sygnałem dla inwestorów co do politycznej determinacji kontynuowania projektu unii monetarnej i trwałości strefy euro, a to pomogłoby zmniejszyć nerwowość rynków.

Jedną z głównych przeszkód w emisji euroobligacji był problem gwarancji, że w przypadku bankructwa jednego lub kilku państw strefy euro pozostałe przejmą na siebie obowiązek obsługi i wykupu ich długu (wskazuje na nią m.in. ekonomista Mario Nuti)<sup>2</sup>. Propozycja, aby każdy kraj ponosił współodpowiedzialność do określonego poziomu, nie wydaje się dobra, gdyż bardziej atrakcyjna dla inwestorów byłaby gwarancja solidarnej odpowiedzialności emitentów.

Jak widać, problemy toczące Europę dają się zidentyfikować, a koncepcji na naprawę sytuacji nie brakuje.

---

<sup>2</sup> <http://dmarionuti.blogspot.com/2011/02/single-european-sovereign-bond-pie-in.html> (dostęp: 20.04.2016)

## 2. Koncepcje wspólnych obligacji

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 euro. W dokumencie tym przedstawiono cztery możliwe etapy integracji rynku papierów dłużnych emitowanych przez kraje członkowskie strefy euro. W myśl raportu pierwszy etap integracji opiera się na koordynacji technicznych aspektów emisji długu. Tym samym obejmuje porozumienie państw członkowskich o stworzeniu wspólnego kalendarza emisji dłużnych papierów wartościowych, zastosowaniu identycznych kuponów i terminów zapadalności tych instrumentów oraz wprowadzeniu wspólnego systemu dealerów rynku pierwotnego i systemu depozytowo-rozliczeniowego. Drugi etap zakłada utworzenie euroobligacji, a więc wspólnego instrumentu dłużnego opierającego się na odrębnych gwarancjach państw biorących udział w procesie integracji walutowej. Poszczególnym krajom przysługuje prawo emisji papierów wartościowych w ramach ściśle określonych transzy. Jednocześnie gwarantują one wykup instrumentów wyemitowanych wyłącznie w ramach tego limitu. Nie biorą więc na siebie odpowiedzialności za zobowiązania zaciągnięte przez pozostałych członków Unii Gospodarczo-Walutowej. Celem pierwszego, jak i drugiego etapu integracji rynku dłużnych papierów wartościowych jest zwiększenie płynności poszczególnych emisji, szczególnie małych emitentów. Nie mają one natomiast wpływu na ryzyko kredytowe. Niemniej uzyskanie wyższej płynności dzięki emisji euroobligacji byłoby możliwe tylko wtedy, gdyby papiery wartościowe emitowane w ramach poszczególnych transzy miały identyczną charakterystykę. Tym samym wszyscy emitenci powinni mieć taką samą wiarygodność kredytową. Trzeci etap integracji rynku rządowych papierów wartościowych opiera się na koncepcji stworzenia euroobligacji objętej wspólną gwarancją wszystkich państw członkowskich Unii Gospodarczo-Walutowej. Wykorzystanie tego instrumentu pozwalałoby rozwiązać problem nie tylko różnej płynności papierów emitowanych przez poszczególne państwa, ale także odmiennej wyceny związanego z nimi ryzyka kredytowego. Wprowadzenie euroobligacji objętej wspólną gwarancją wszystkich państw członkowskich wymagałoby uprzedniego rozwiązania wielu kwestii natury technicznej. Rozwiązanie to budzi także pewne

wątpliwości natury prawnej. W raporcie Grupy Giovanniniego podkreślono, że wprowadzenie euroobligacji objętej gwarancją państw strefy euro byłoby sprzeczne z treścią art. 125 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz. Urz. C083 z 30.03.2010r., s. 47). Zgodnie z tym przepisem państwa członkowskie nie odpowiadają za zobowiązania innych państw członkowskich ani też ich nie przejmują. Tym samym wprowadzenie euroobligacji w omawianym kształcie wymagałoby zmiany Traktatu, do czego niezbędna byłaby zgoda wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej. Ostatni etap integracji obejmuje powołanie do życia ponadnarodowej instytucji zajmującej się emisją euroobligacji. Byłoby to jednak możliwe wyłącznie w sytuacji, w której wszystkie państwa biorące udział w integracji walutowej wypełniałyby co najmniej zobowiązania wynikające z Paktu Stabilności i Wzrostu (PANFIL 2012, s. 18).

We wrześniu 2008r. zainteresowanie uczestników rynku wspólną emisją obligacji ożyło po opublikowaniu przez Europejskie Stowarzyszenie Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (ang. European Primary Dealers Association, EPDA) dokumentu do dyskusji zatytułowanego „Wspólna europejska obligacja skarbowa”. 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 2009r. służby Komisji ponownie zajęły się kwestią wspólnej emisji obligacji w sprawozdaniu z okazji dziesięciolecia Unii Gospodarczej i Walutowej. Nasilenie kryzysu związanego z długiem państwowym w strefie euro stało się impulsem do podjęcia szerszej debaty na temat możliwości wspólnej emisji obligacji. Szerokie grono polityków, analityków rynku oraz przedstawicieli środowisk akademickich zaczęło promować ideę wspólnej emisji obligacji jako potencjalnie potężnego instrumentu, który pozwoli wyeliminować ograniczenia płynności dotyczące szereg państw członkowskich ze strefy euro (PUSZER 2013, s. 111). Swoje propozycje przedstawili m.in. (Tabela 1): P. de Grauwe i W. Moesen (DE GRAUWE, MOESEN 2009), J. Delplę i J. Von Weizsäckera (DELPLA, VON WEIZSÄCKER 2011), Y. Leterme (LETERME 2010), E. Jones (JONES 2010, str. 1-4), P. Bonnevey (BONNEVAY 2010, str. 6-7).



Tabela 1

## Porównanie koncepcji teoretycznych euroobligacji

<b>Autorzy</b>	<b>Propozycja</b>	<b>Gwarancje</b>	<b>Emitent</b>	<b>Cechy obligacji</b>
<b>De Grauwe, Moesen</b>	Euroobligacje oparte o udziały w kapitale EBI	Proporcjonalne do udziałów w kapitale EBI	EBI lub rządy	Oprocentowanie równe średniej ważonej rentowności obligacji krajowych.
<b>Jones</b>	Struktura dualna, dług wyrażony w obligacjach krajowych i europejskich	Solidarne gwarancje wszystkich krajów	Centralny organ Emisji	Wielkość emisji ograniczona do 60% PKB (w każdym roku maksymalnie 3% PKB).
<b>Della, von Weizsäcker</b>	Obligacje o niskim ryzyku (blue bonds) i wysokim ryzyku (red bonds)	Solidarne gwarancje wszystkich krajów	Niezależna Rada Stabilizacyjna	Obligacje państw o długu nie przekraczającym 60% PKB z pierwszeństwem spłaty
<b>Leterme</b>	Utworzenie Europejskiej Agencji Długu (EDA)	Solidarne gwarancje wszystkich krajów	EDA wspólnie z EBC oraz EBI	Obligacje państw o długu nie przekraczającym 60% PKB z pierwszeństwem spłaty
<b>Bonnevay</b>	Integracja polityki fiskalnej państw (na początku Francji i Niemiec)	Odpowiedzialność wspólna wspierana przez wpływy z podatników	Nieokreślona centralna agencja europejska	EDA przejmuje odpowiedzialność za istniejący dług i emituje nowy za zgodą ECOFIN.

Źródło: BARAN 2012, s. 184

Twórcy tych koncepcji zwracali uwagę na fakt, że wspólna emisja obligacji pomoże zwiększyć płynność w wielu krajach strefy euro, łagodząc w ten sposób kryzys zadłużeniowy. Poza tym wydaje im się, że uwspólnotowanie długu za pomocą obligacji w obecnej sytuacji jest tańszym rozwiązaniem aniżeli finansowanie za pomocą Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego, w sytuacji gdy problemy z płynnością uwidaczniają się w kilku krajach strefy euro. Jednak zwracają także uwagę na fakt, że aby wspólna emisja przyniosła korzyści wszystkim uczestnikom i nie rodziła pokusy nadużycia, powinna wynikać z konwergencji gospodarczej (PUSZER 2013, s. 111). 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 stabilizacyjnych, bo tak nazywa je Komisja Europejska, wymagać również będzie wykonania kolejnego kroku w kierunku wspólnej polityki gospodarczej i budżetowej (*Zielona Księga...* 23.11.2011, s.3).

Idea euroobligacji była w swej istocie bardzo prosta. Zamiast zmuszać różne kraje strefy euro do zaciągania pożyczek poprzez emisję obligacji krajowych, centralny europejski urząd emitowałby obligacje dla członków strefy euro. W teorii pozwoliłoby to różnym krajom strefy zaciągać pożyczki obciążone tą samą stopą procentową. Dotychczas, przez większą część istnienia euro, nikt się tym szczególnie nie martwił. Rynki, na których sprzedaje się obligacje, beztróska zakładały, że obligacje emitowane przez państwa strefy euro są tak samo (lub prawie tak samo) bezpieczne bez względu na to, czy emituje je Grecja czy Niemcy. Obowiązywało założenie, że niemożliwe jest, by któreś z tych państw mogło okazać się niewypłacalne, a więc ryzyko udzielania pożyczek uważano za minimalne.

Wspólne obligacje miały być ratunkiem dla krajów w złej sytuacji finansowej, ponieważ byłyby współgwarantowane przez te najsilniejsze, najwyżej oceniane przez rynki finansowe. Takie obligacje byłyby dla inwestorów mniej ryzykowne niż papiery państw z problemami finansowymi, a te z kolei mogłyby pożyczać pieniądze na niższy procent. Bruksela zdecydowała się na zaproponowanie wspólnych obligacji dla eurolandu, mimo zdecydowanego sprzeciwu Niemiec, które poniosłyby największe koszty. Berlin uważał też, że wspólne papiery nie będą mobilizowały krajów strefy euro do trzymania w ryzach budżetów.

Euroobligacje byłyby długiem, który państwa euro wspólnie by emitowały, gwarantowały i razem dzieliły się wpływami z ich sprzedaży. Papiery te nie byłyby traktowane przez inwestorów jako dług poszczególnych krajów, ale jako dług całej strefy euro. Ciężar rynkowego finansowania zostałby więc rozłożony na członków unii walutowej.

Komisja Europejska zaproponowała trzy warianty emisji obligacji stabilnościowych, ich charakterystykę przedstawia Tabela 2. Najbardziej radykalna propozycja mówi, że całość długów narodowych strefy euro będzie zamieniona na wspólne obligacje. Drugi wariant przewidywał, że współodpowiedzialność dotyczyłaby tylko części zadłużenia, do limitu 60% PKB. W tych dwóch przypadkach potrzebna byłaby zmiana traktatu. Nie

wymagała jej natomiast trzecia opcja - emisja euroobligacji, ale bez wspólnej odpowiedzialności krajów strefy euro za ich spłatę.

Tabela 2

Charakterystyka wariantów emisji obligacji stabilnościowych strefy euro

Warianty	Charakterystyka
<p>Całkowite zastąpienie Emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi</p>	<p>–Finansowanie sektora instytucji rządowych i samorządowych jest w pełni pokryte euroobligacjami, przy rezygnacji z emisji obligacji krajowych.</p> <p>–Emisja euroobligacji wiąże się z największym ryzykiem pokusy nadużycia oraz najsukutekniej gwarantuje osiągnięcie korzyści z emisji.</p> <p>– Konieczne określenie zakresu długu państwowego emitowanego za pośrednictwem euroobligacji.</p> <p>–Wprowadzenie wariantu może potrwać „długo” ze względu na konieczność dokonania zmian w traktacie UE.</p>
<p>Częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi („podejście niebiesko-czerwone”)</p>	<p>–Rynek obligacji państwowych w strefie euro składałby się z dwóch odrębnych obszarów obejmujących: „obligacje niebieskie” – euroobligacje o solidarnych gwarancjach i zapewniające jednolitą stopę refinansowania dla wszystkich państw strefy euro; „obligacje czerwone” – obligacje krajowe emitowane w przypadku potrzeby dodatkowego finansowania wydatków rządu i mające charakter podporządkowany w stosunku do obligacji niebieskich.</p> <p>–Konieczność ustalenia względnych proporcji emisji obligacji stabilnościowych i obligacji krajowych, proponowane dwa warianty: prosty system oparty na określonych zasadach (np. dla obligacji stabilnościowych 60% PKB) oraz bardziej elastyczny system powiązany z przestrzeganiem polityki.</p> <p>–Emisja wiąże się z pokusą nadużycia, która może zaistnieć tylko w początkowej fazie, ponieważ państwa członkowskie o niskiej wiarygodności kredytowej będą mogły korzystać z wyższej wiarygodności kredytowej innych państw członkowskich tylko do momentu osiągnięcia poziomu 60%, po osiągnięciu tego poziomu kraje członkowskie będą mogły emitować wyłącznie obligacje czerwone, których oprocentowanie zależeć będzie od ryzyka przypisywanego danemu krajowi.</p> <p>–Po określeniu maksymalnego progu wartości euroobligacji, musi być on utrzymywany i nie może podlegać zmianom pod presją polityków.</p> <p>–Wariant ten zapewnia mniejsze korzyści gospodarcze i finansowe.</p> <p>–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.</p> <p>–Wprowadzenie wariantu 2 zajmie „dużo” czasu ze względu na konieczność wprowadzenia zmian w traktatach UE. Przepisy dotyczące nadzoru makroekonomicznego i fiskalnego wymagają jednak mniejszych zmian niż w przypadku wariantu 1, ponieważ dyscyplinujące funkcje rynku zostaną utrzymane.</p>

<p>Częściowe zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami indywidualnymi, a nie solidarnymi</p>	<p>–Euroobligacje mogą być emitowane aż do osiągnięcia ustalonego progu ich wartości. Wszelkie dodatkowe potrzeby pożyczkowe muszą być zaspokajane poprzez krajowe obligacje państwowe.</p> <p>–Poszczególne państwa członkowskie będą odpowiedzialne tylko za swój udział, który odpowiadał będzie udziałowi w budżecie UE lub wadze kraju w kluczu kapitałowym EBC.</p> <p>–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.</p> <p>–Korzyści z wprowadzenia euroobligacji będą mniejsze niż w przypadku wariantów 1 i 2. Kryzys zadłużenia może być zaledwie opanowany.</p> <p>–Euroobligacje o gwarancjach indywidualnych, ale niesolidarnych miałyby w najlepszym przypadku przeciętną jakość kredytową, w związku z tym Komisja proponuje poprawienie jakości kredytowej, w szczególności poprzez zabezpieczenie ich złotem, gotówką lub akcjami w przedsiębiorstwach publicznych, a także poprzez przeznaczenie na obsługę euroobligacji przychodów z określonego podatku.</p> <p>–Wprowadzenie wariantu jest możliwe szybko, gdyż zmiany w traktatach nie są konieczne</p>
--	--

Źródło: PUSZER 2013, s. 112-113.

Euroobligacje same w sobie nie zakończą kryzysu w eurolandzie, a ich emisji musiałyby towarzyszyć również głębokie reformy funkcjonowania gospodarek państw z obrzeży strefy euro. „Wspólne obligacje to jeden ze środków mogących prowadzić do stabilności w strefie euro. Jeśli mamy unię walutową, potrzeba również więcej współdziałania w polityce fiskalnej. Najpierw więc trzeba wyznaczyć odpowiednie reguły dyscypliny budżetowej i przestrzegać ich. Później można finansować za pomocą wspólnych obligacji część długu publicznego państw strefy euro” (Philippe Lident, ekonomista z banku ING).

Chociaż wielu ekspertów uważa emisję wspólnych euroobligacji za dobry pomysł, nie zapominajmy, że byłaby ona wielkim eksperymentem, którego sukcesu nikt nie jest w stanie zagwarantować.

### **3. Szanse i zagrożenia jakie niosą wspólne obligacje**

Celem wspólnych obligacji jest zdobycie środków na rynku finansowym na pokrycie potrzeb pomocowych, pożyczkowych lub inwestycyjnych inicjowanych na poziomie ponadnarodowym. Nadrzędną przesłanką zaproponowania emisji unijnych obligacji jest

głównie przeciwdziałanie trwającemu kryzysowi zadłużenia, powrót na ścieżkę wzrostu gospodarczego, a także zapobieganie kolejnym recesjom. Powyższe cele emisji obligacji unijnych są oczywiście uzasadnione. Jednak ich wprowadzenie na rynek może mieć wiele konsekwencji.

### **3.1 Zalety wprowadzenia euroobligacji**

Zwolennicy idei euroobligacji, uważają, że pozwoliłyby one bardzo szybko obniżyć koszty rynkowego finansowania dla państw z peryferii strefy euro. Emisja takich papierów nie tylko jest możliwa, ale również pomogłaby w walce z kryzysem. Ich zdaniem wspólne papiery państw strefy euro uczyniłyby Europę bardziej niezależną od rynków finansowych. Na wspólnych papierach wartościowych strefy euro skorzystałyby kraje, które z powodu problemów z zadłużeniem muszą płacić bardzo wysokie odsetki za własne obligacje państwowe.

Emisja obligacji państwowych w strefie euro prowadzona jest 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 (*ZIELONA KSIĘGA...* 23.11.2011, s.2). Podkreślano, że euroobligacje byłyby spektakularnym krokiem w kierunku integracji gospodarczej Unii Europejskiej. Zwolennicy euroobligacji przyznają zarazem, że kluczowe znaczenie ma stworzenie zabezpieczeń. Chodzi o to, by kraj, który popadnie w tarapaty finansowe, nie mógł po prostu przerzucić ciężaru swego zadłużenia na pozostałych członków eurogrupy, bądź korzystać z możliwości taniego pożyczania pieniędzy, nie dochowując dyscypliny budżetowej. Jednym z proponowanych tu rozwiązań jest ograniczenie emisji euroobligacji w stosunku do zadłużenia danego kraju. Każdy kraj mógłby ponadto emitować własne obligacje, ale już na własne ryzyko i ponosząc wyższe koszty.

Komisja Europejska podkreśla, że wspólna emisja obligacji mogłaby złagodzić obecny kryzys związany z długiem państwowym, ponieważ kraje strefy euro z wysokimi

kosztami obsługi zadłużenia mogłyby skorzystać na wysokiej wiarygodności kredytowej krajów, których obligacje mają niską rentowność. Miałyby to wpływ na wytrzymałość systemu finansowego strefy euro na przyszłe negatywne zdarzenia oraz może wzmocnić stabilność finansową. Ułatwiłaby transmisję polityki pieniężnej w strefie euro. Przyczyniłaby się do poprawy efektywności rynku obligacji państwowych w strefie euro oraz szerszego systemu finansowego strefy euro. Wspólne obligację wpłynęłaby na wzmocnienie pozycji euro w światowym systemie finansowym. 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. Obligacje stabilnościowe mają zwiększyć 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. 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.<sup>3</sup>

### **3.2 Wady proponowanego rozwiązania**

Euroobligacje przedstawia się jako niezawodne rozwiązanie kryzysu w obszarze euro, jednak uważa się również, iż pomysł emitowania takich walorów jest jednak błędny z powodów prawnych, politycznych i gospodarczych. Niezależnie bowiem od wybranego wariantu euroobligacje mają sens jedynie w unii politycznej, a z powodu różnic

---

<sup>3</sup> [FILE:///C:/USERS/USER/DOWNLOADS/EUROOBLIGACJE1%20\(1\).PDF](FILE:///C:/USERS/USER/DOWNLOADS/EUROOBLIGACJE1%20(1).PDF) (dostęp: 20.04.2016)

politycznych i jakości rządu unia powołana na papierze nie sprawdzi się w praktyce.<sup>4</sup>

Koncepcja euroobligacji oznaczałaby, że kraje wypłacalne, gwarantowały spłatę długów zaciąganych przez inne państwa strefy euro. Byłyby one zaciągane we wspólnym imieniu. Nie byłoby już długu pożyczanego przez Grecję, czy Portugalię, tylko przez wszystkie kraje strefy euro. Z punktu widzenia Grecji czy Portugalii to bardzo wygodna koncepcja. Kraje te miałyby zapewnione niskie stopy procentowe i łatwy dostęp do pieniędzy, niezależnie od ich sytuacji. Natomiast pojawia się pytanie, czy kraje te kontynuowałyby prace na rzecz wyjścia z pułapki zadłużenia, czy też odwrotnie zadowolilyby się tym, że mają dostęp do taniego kredytu, gwarantowanego tak naprawdę przez Niemcy. Czy to nie doprowadziłoby do przesunięcia w czasie problemu, aż do momentu, kiedy Niemcy nie byłoby w stanie spłacać długów, które zostałyby w ten sposób pozaciągane we wspólnym imieniu? Długookresowo to zła rzecz. Krótkookresowo - rynki finansowe, inwestorzy są zainteresowani spokojem i zyskami; byłoby szczęśliwi, gdyby Niemcy zagwarantowały długi wszystkich krajów strefy euro. Przez najbliższe kilka lat Niemcy byłoby w stanie to spłacić i giełdy na tym mogłyby zarabiać.<sup>5</sup>

Uważano również, że istnieją przeszkody, które spowodują że euroobligacje nie będą działać w praktyce. Jedną z barier ma charakter bezpośredni i wiąże się z uwarunkowaniami polityki krajowej. Kraje południa Europy mogą z radością przywitać spadek stóp procentowych wskutek wprowadzenia euroobligacji. Ale nie Niemcy. Państwo niemieckie ponosi niskie koszty obsługi długu, ponieważ uważa się ich obligacje (zwłaszcza w porównaniu do innych krajów strefy euro) za obarczone bardzo małym ryzykiem. Ta przewaga zniknie w momencie, gdy wszyscy będą ponosić wspólne ryzyko pożyczek w strefie euro. Rentowność niemieckich obligacji z pewnością wzrośnie. Unia, w której Niemcy płacą długi innych państw, ale nie mają dostępu do ich przychodów podatkowych, byłaby bardzo kiepskim rozwiązaniem dla niemieckiego ratingu. Druga przeszkoda jest bardziej zasadnicza. Rządy mogą pożyczać ogromne sumy od prywatnych kredytodawców, ponieważ mają możliwość podwyższania podatków. Pożyczkodawcy (tj. ci, którzy nabywają obligacje) wiedzą, że przyszłe wpływy podatkowe pokryją długi wraz z odsetkami. Są więc gotowi pożyczać. Siła obligacji opiera się na sile państwa

---

<sup>4</sup> <http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/rotator/dlaczego-euroobligacje-sa-zle/>(dostęp: 20.04.2016)

<sup>5</sup> <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/eksperti--za-wczesnie-na-euroobligacje,18403>(dostęp: 20.04.2016)

i stabilności jego finansów. Gdy państwo jest postrzegane przez rynki jako słabe bądź finansowo niepewne, wówczas kompensowane jest to przez wzrost oprocentowania. To dlatego rynki obligacji są tak konserwatywne.<sup>1</sup>

Dla Polski wprowadzenie pomysłu wspólnych obligacji dla całej strefy euro, byłby szczególnie niedobre. Dawałby premię krajom, które są w strefie euro i mają długi tak naprawdę żyrowane przez Niemcy, w stosunku do krajów, które tak jak Polska muszą walczyć o swoją pozycję. Inwestor mając do wyboru dług Portugalii, czy Hiszpanii, ale podzyrowany w 100 proc. przez Niemcy, wolałby kupić takie obligacje, niż polskie. Nawet gdyby nasza sytuacja była lepsza, niż portugalska, czy grecka. A to oznaczałoby dla nas znacznie wyższe stopy procentowe oraz wyższe koszty.<sup>6</sup>

### **3.3 Ocena koncepcji**

Nie ma wątpliwości, że euroobligacje niosą ze sobą pokusę nadużyć. Usunięcie problemu 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. Opłaty kompensacyjne, wynikające z różnic w poziomie wiarygodności Państw Członkowskich, będą niemożliwe do wyegzekwowania. Jeśli Państwo Członkowskie będzie na 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

---

<sup>6</sup> <http://wiadomosci.dziennik.pl/opinie/artykuly/351199,nie-dla-euroobligacji-to-dobra-wiadomosc-dla-polski.html> (dostęp:20.04.2016)



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 odciążenie budżetu 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, 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 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 koniecznie 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.<sup>7</sup>

## **Wnioski**

Gdyby strefa euro nie była jedynie grupą znacznie się od siebie różniących państw, tylko jednym dłużnikiem, prawdopodobnie analitycy nie wróżyliby jej obecnie rozpadu. Nadmierne zadłużanie się małych gospodarek, takich jak Grecja czy Portugalia, nie miałyby tak wielkiego znaczenia jak obecnie. Inwestorzy nie patrzyliby na dług publiczny Włoch, tylko na dług strefy euro. Taka sytuacja jest oczywiście marzeniem unijnych „fiskalnych grzeszników”, a środkiem do jej osiągnięcia byłyby wspólne dla całego eurolandu euroobligacje.

Emisja obligacji wspólnych dla wszystkich państw strefy euro mogłaby pomóc

---

<sup>7</sup> [FILE:///C:/USERS/USER/DOWNLOADS/EUROOBLIGACJE1%20\(1\).PDF](FILE:///C:/USERS/USER/DOWNLOADS/EUROOBLIGACJE1%20(1).PDF) (dostęp: 20.04.2016)

w walce z kryzysem. Idea ta okazuje się jednak bardzo trudna do zrealizowania ze względu na opór Niemiec i istniejące mechanizmy polityczno-gospodarcze. Stworzenie tego typu papierów wymaga wielu zmian prawnych, a przede wszystkim poprawek do traktatu lizbońskiego. A to proces długotrwały, nawet jeżeli nie napotyka na opór rządów i społeczeństw.

Dopóki strefa euro nie stanie się unią polityczną, będzie ona sprzeczna z projektem emisji euroobligacji. Euro nie posiada centralnego organu, który mógłby podnieść podatki i wydatkować przychody. Składa się z różnych państw, które zgodziły się na używanie tej samej waluty. Ale nie ma centralnego rządu. Organ mający emitować obligacje w imieniu tych państw nie byłby tak silny, jak organ centralny będący w stanie nakładać podatki i wydatkować przychody. Byłby tylko tak silny, jak porozumienie pomiędzy członkami. W momencie, gdy siła takiego porozumienia zostałaby poddana w wątpliwość, euroobligacje nie mogłyby efektywnie funkcjonować. Siła tego zobowiązania zależy ostatecznie od europejskich potęg, szczególnie Niemiec, które zgodziłyby się je poprzeć. To oznacza z kolei, że europejskie potęgi zgodziłyby się na końcu poręczyć długi reszty strefy euro. Nie ma jednak przekonujących powodów, by sądzić, że to rozwiązanie sprawdzi się w obliczu kryzysu. Czy np. Niemcy rzeczywiście zgodziłyby się poręczyć całość długu Włoch, gdyby istniało zagrożenie, że okażą się one niewypłacalne? Jest wątpliwe, czy Niemcy mają finansową zdolność ku temu, nawet gdyby chciały. Nie ma sposobu na to, by pomóc słabszym krajom strefy euro, nie szkodząc silniejszym. Zmuszanie podatników w bogatych krajach eurolandu do ponoszenia odpowiedzialności za decyzje rządów w innych państwach może skutecznie popsuć stosunki pomiędzy członkami Europejskiej Unii Walutowej. Opór polityczny będzie rósł w silniejszych krajach. Emisja euroobligacji wymaga więc powstania Stanów Zjednoczonych Europy, w których obywatele jednych państw będą godzili się z tym, że ich podatki mogą pójść na potrzeby obywateli innych krajów. Niestety, wszystkie te państwa są związane unią monetarną. Albo więc dojdzie do transferów pieniędzy w jakiejś formie lub powstania systemu gwarancji dla długu, albo cały system się załamie.

Euroobligacje same w sobie nie zakończą kryzysu w eurolandzie, a ich emisji musiałyby towarzyszyć również głębokie reformy funkcjonowania gospodarek państw z obrzeży strefy euro. Wspólne obligacje to jeden ze środków mogących prowadzić do stabilności w strefie euro. Jeśli mamy unię walutową, potrzeba również więcej

współdziałania w polityce fiskalnej. Najpierw więc trzeba wyznaczyć odpowiednie reguły dyscypliny budżetowej i przestrzegać ich. Później można finansować za pomocą wspólnych obligacji część długu publicznego państw strefy euro.

## Bibliografia

BARAN B. 2012. *Obligacje stabilnościowe jako instrument łagodzący kryzys zadłużeniowy w unii walutowej – spojrzenie krytyczne*, W: K. Opolski (red.), J. Górski (red.) *Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej, Dokąd zmierza strefa euro?*. Wydział NE Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2012, s. 189-194.

BONNEVAY F. 2010. *The argument for Eurobond. A coordinated strategy for emerging from the crisis*. Institut Montaigne Policy Paper, luty 2010.

DE GRAUWE P., MOESEN W. 2009. *Gains for all: A proposal for a common Eurobond* (3.04.2009).

DELPLA J., VON WEIZSÄCKER J. 2011. *Eurobonds: The blue bond concept and its implications*. Bruegel Policy Contribution, Issue 2011/02, marzec 2011.

JONES E. 2010. *A eurobond proposal to promote stability and liquidity while preventing moral hazard*. ISPI Policy Brief No. 180, Istituto per gli Studi di Politica Internazionale, Milan, marzec 2010.

KLIMOWICZ M. 2014. *Niewypłacalność państw strefy euro*. W: Pacześniak A. (red.), Klimowicz M. (red.) *Procesy integracyjne i dezintegracyjne w Europie*. Wrocław 2014, s. 259-278.

KRACIUK J. 2013 *Kryzys finansowy strefy euro*. Optimum. Studia Ekonomiczne, nr 4 (64)/2013.

LETERME Y. 2010. *The idea of a European Debt Agency*, marzec 2010.

PANFIL P. 2012. *Integracja rynków dłużnych papierów wartościowych państw strefy euro w dobie kryzysu*, W: Polzakiewicz B. (red.), Boehlke J. (red.) *Procesy integracyjne i dezintegracyjne we współczesnej gospodarce, część III*. Ekonomia i prawo, t. IX, nr 2/2012, Wydawnictwo Naukowe UMK, 2012, s. 13-25.

PUSZER B. 2013. *Obligacje stabilnościowe jako instrument finansowania pożyczkowych potrzeb sektora publicznego w strefie euro*. W: PYKA I. (red.), CICHY J. (red.) *Innowacje w bankowości i finansach*. UE Katowice „Studia Ekonomiczne” nr 173, Katowice, s. 104 – 117.

Zielona Księga w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych, Bruksela, 23.11.2011, KOM (2011), 818.

## **Strony internetowe**

<http://zielonewiadomosci.pl/zw/euroobligacje-czym-sa-i-dlaczego-nie-beda-dzialac/>

<http://dmarionuti.blogspot.com/2011/02/single-european-sovereign-bond-pie-in.html>

[file:///C:/Users/user/Downloads/euroobligacje1%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/user/Downloads/euroobligacje1%20(1).pdf)

<http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/rotator/dlaczego-euroobligacje-sa-zle/>

<http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/Wydarzenia/eksperci--za-wczesnie-na-euroobligacje,18403,1>

<http://wiadomosci.dziennik.pl/opinie/artykuly/351199,nie-dla-euroobligacji-to-dobra-wiadomosc-dla-polski.html>

## **Spis tabel**

Tabela 1. Porównanie koncepcji teoretycznych euroobligacji .....str. 9

Tabela 2. Charakterystyka wariantów emisji obligacji stabilnościowych strefy euro ..str. 11