

## Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie zielonej księgi w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych

COM(2011) 818 final

(2012/C 299/12)

Sprawozdawca: **Gérard DANTIN**

Dnia 23 listopada 2011 r. Komisja, działając na podstawie art. 304 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, postanowiła zasięgnąć opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie

*zielonej księgi w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych*

COM(2011) 818 final.

Sekcja ds. Unii Gospodarczej i Walutowej oraz Spójności Gospodarczej i Społecznej, której powierzono przygotowanie prac Komitetu w tej sprawie, przyjęła swoją opinię 13 czerwca 2012 r.

Na 482. sesji plenarnej w dniach 11–12 lipca 2012 r. (posiedzenie z 11 lipca) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny stosunkiem głosów 135 do 33 – 25 osób wstrzymało się od głosu – przyjął następującą opinię:

### 1. Wnioski i zalecenia

1.1 Aby wyjść z obecnego kryzysu, uniknąć długotrwałej recesji i stworzyć warunki sprzyjające przywróceniu wzrostu i rozwojowi zatrudnienia, trzeba większej – a nie mniejszej – integracji europejskiej. Wymaga to stanowczej woli Komisji Europejskiej, by potwierdzić i wdrożyć *metodę wspólnotową*. **Z tego punktu widzenia, omawianą zieloną księgę należy przyjąć z zadowoleniem.**

1.2 Ponadto Komisja powinna jednak w pełni skorzystać ze swojego prawa inicjatywy w odniesieniu do ogółu parametrów i przedstawiać wnioski na miarę obecnego kryzysu, które zastąpią obecne międzyrządowe półśrodki.

1.3 Lepiej zintegrowana, nowa Europa musi łączyć w sobie solidarność, odpowiedzialność i wspólne zaufanie. Wyrazem tego ostatniego będzie symetryczne i zrównoważone zarządzanie gospodarcze efektywną i nieodzowną harmonizacją budżetową i fiskalną. Więcej Europy, aby zapewnić odpowiedzialność budżetową i integrację, więcej Europy, aby dzielić ryzyko wynikające z długu państwowego, przywrócić długoterminową wypłacalność, ułatwić i wdrożyć reformy strukturalne i uruchomić inwestycje służące wzrostowi gospodarczemu, konkurencyjności i zatrudnieniu w całej UE, jeśli chcemy doprowadzić do Europy społecznej i dobrobytu dla wszystkich.

1.4 EKES przyjmuje z dużym zadowoleniem zieloną księgę poświęconą obligacjom stabilnościowym. Jej treść wpisuje się w logikę coraz lepiej zintegrowanej Unii Europejskiej, dysponującej jednolitym rynkiem oraz europejskim rynkiem kapitałowym i stanowi niezbędne uzupełnienie wspólnej polityki walutowej realizowanej w strefie euro. Ponadto takie euroobligacje mogłyby wzbudzić zaufanie potencjalnych inwestorów i w ten sposób ustabilizować popyt na obligacje skarbowe oraz spowodować spadek oprocentowania.

1.5 Jednakże EKES uważa, że ryzyko pokusy nadużycia i jego ewentualne konkretne przejawy, o których mowa w zielonej księdze, zostały przedstawione w sposób dyskusyjny i powinny najpierw zostać poddane gruntownej analizie przed wyciągnięciem wątpliwych wniosków. Jeżeli teza sformułowana w zielonej księdze jest poprawna, czyli jeżeli osłabienie dyscypliny rynkowej wynikające z ujednolicenia stóp procentowych pociąga za sobą nieodpowiedzialne zwiększanie wydatków publicznych lub wzrost deficytu budżetowego, tego rodzaju zmiany powinny być zostać stwierdzone po wprowadzeniu euro. Tak się jednak nie stało.

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

1.6.1 EKES ocenia w związku z tym, że niezbędne jest większe zaangażowanie Europejskiego Banku Centralnego w rozwiązanie problemu kryzysu, np. poprzez udzielenie licencji bankowej EFSF lub europejskiemu mechanizmowi stabilności.

1.7 Jeśli chodzi o poszczególne warianty emisji obligacji stabilnościowych, Komitet uważa, że podejście nr 2, polegające na częściowym zastąpieniu emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi jest najbardziej prawdopodobne i na ogół możliwe do przyjęcia.

1.8 Emisja obligacji stabilnościowych powinna oczywiście odbywać się, jak podkreślił przewodniczący Rady Europejskiej, w „solidnych ramach dyscypliny budżetowej i konkurencyjności, tak by uniknąć pokusy nadużyć i sprzyjać odpowiedzialności i przestrzeganiu reguł. Proces zmierzający ku emisji wspólnego długu powinien być stopniowy i obwarowany kryteriami, przy czym postępom we wspólnym podejmowaniu decyzji budżetowych towarzyszyłyby proporcjonalne działania w kierunku wspólnego ponoszenia ryzyka” (1). Komitet zgadza się, by „najważniejsze elementy” tego procesu obejmowały zintegrowane ramy finansowe, budżetowe i dotyczące polityki gospodarczej. Powinny im towarzyszyć odpowiednie spójne ramy legitymacji demokratycznej i odpowiedzialności na poziomie europejskim, bez zaostrzania polityki oszczędnościowej. EKES proponuje w tym względzie, aby ewentualne ryzyko pokusy nadużyć było starannie oceniane przez Komisję, co umożliwiłoby znalezienie odpowiednich rozwiązań w ramach tej struktury.

## 2. Wprowadzenie

2.1 Celem rozpatrywanej zielonej księgi jest rozpoczęcie szeroko zakrojonych konsultacji społecznych w sprawie koncepcji **obligacji stabilnościowych** (2), a konsultacje te miałyby objąć wszystkie podmioty, których dotyczy omawiana kwestia, i zainteresowane strony. Konsultacje posłużą Komisji Europejskiej za podstawę opracowania polityki w tej dziedzinie.

2.2 Nasilenie się w strefie euro kryzysu związanego z długiem państwowym stało się bowiem impulsem do podjęcia kompleksowej debaty na temat możliwości wspólnej emisji obligacji. Często promowano ideę wspólnej emisji obligacji jako potencjalnie skutecznego instrumentu, który pozwoli wyeliminować ograniczenia płynności, z jakimi boryka się szereg państw członkowskich ze strefy euro. W tym kontekście Parlament Europejski zwrócił się do Komisji o przeprowadzenie, w ramach prac nad przyjęciem pakietu przepisów dotyczących zarządzania gospodarczego w strefie euro, studium wykonalności wspólnej emisji obligacji, podkreślając, że wspólna emisja obligacji stabilnościowych będzie również wymagać wykonania kolejnego kroku w kierunku wspólnej polityki gospodarczej i budżetowej (3).

2.3 Jeżeli chodzi o Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny, poruszył on ten temat i zajął stanowisko w kilku

(1) „W kierunku faktycznej unii gospodarczej i walutowej”, sprawozdanie przewodniczącego Rady Europejskiej Hermana Van Rompuy’a z dnia 26 czerwca 2012 r., cz. II, pkt 2, akapit trzeci (EUCO 120/12).  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/PL/ec/131295.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/PL/ec/131295.pdf)

(2) W debatach publicznych i dokumentach zazwyczaj używany jest termin „euroobligacje”. Komisja uznała, że główną cechą tego instrumentu byłoby zwiększenie stabilności finansowej w strefie euro. Dlatego też, zgodnie z treścią orędzia o stanie Unii ogłoszonego przez przewodniczącego José Barroso w dniu 28 września 2011 r., w przedmiotowej zielonej księdze mówi się o „obligacjach stabilnościowych”.

(3) Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 6 lipca 2011 r. w sprawie kryzysu finansowego, gospodarczego i społecznego (2010/2242(INI)).

opiniach, przede wszystkim w opinii z inicjatywy własnej w sprawie „Wzrost gospodarczy i dług państwowy w UE: dwie nowatorskie propozycje” (4).

2.4 EKES przyjmuje z zadowoleniem opublikowanie zielonej księgi, planowaną debatę publiczną, którą ona wywoła, i przyjęte podejście, które docelowo skłoni Komisję do wysunięcia wniosków, co ostatecznie doprowadzi ją w tej dziedzinie do powrotu do metody wspólnotowej.

## 3. Treść zielonej księgi

3.1 Po opisanu kontekstu powstania zielonej księgi w rozpatrywanym dokumencie poruszono i objaśniono wiele aspektów, które stanowią podstawę i uzasadnienie zawartych w niej propozycji.

### 3.1.1 Uzasadnienie zawarte w zielonej księdze

3.1.1.1 Perspektywa wprowadzenia obligacji stabilnościowych mogłaby potencjalnie złagodzić obecny kryzys zadłużeniowy, ponieważ państwa członkowskie ponoszące wysokie koszty obsługi długu mogłyby skorzystać na wysokiej wiarygodności kredytowej państw członkowskich, których obligacje mają niską rentowność. Aby jednak skutki te były trwałe, harmonogramowi wprowadzenia wspólnych obligacji musiałyby jednocześnie towarzyszyć zobowiązania do wzmocnienia zarządzania gospodarczego, stanowiące gwarancję przeprowadzenia koniecznych zmian budżetowych i strukturalnych w celu zapewnienia stabilności finansów publicznych i tym samym uniknięcia pokusy nadużycia.

3.1.1.2 Obligacje stabilnościowe przyczyniłyby się do zwiększenia odporności systemu finansowego strefy euro na przyszłe niekorzystne wstrząsy, a tym samym do wzmocnienia stabilności finansowej. Obligacje stabilnościowe zapewniłyby wszystkim zaangażowanym w tę inicjatywę państwom członkowskim bezpieczniejszy dostęp do refinansowania, zapobiegając nagłej utracie dostępu do rynku. Na dostępności obligacji stabilnościowych skorzystałby jednocześnie system bankowy.

3.1.1.3 Obligacje stabilnościowe ułatwiłyby transmisję polityki pieniężnej w strefie euro, a zarazem przyczyniłyby się do poprawy efektywności rynku obligacji państwowych w strefie euro oraz całego systemu finansowego strefy euro. Ułatwiłyby też dokonywanie inwestycji portfelowych w euro oraz przyczyniłyby się do większego zrównoważenia światowego systemu finansowego.

### 3.1.2 Warunki wstępne

Po zaznaczeniu, że obligacje stabilnościowe przynoszą znaczne korzyści pod względem stabilności finansowej i efektywności gospodarczej, w zielonej księdze wymieniono następnie potencjalne wady tego rozwiązania.

3.1.2.1 W swym dokumencie Komisja zwraca uwagę na następujące rodzaje pokusy nadużycia:

— Po wprowadzeniu obligacji stabilnościowych w pewnych formach, zobowiązanie dotyczące dyscypliny uległoby

(4) Zob. opinia EKES-u 474/2012 „Wzrost gospodarczy i dług państwowy w UE: dwie nowatorskie propozycje”, Dz.U. C 143 z 22.5.2012, s. 10, oraz opinia EKES-u „Inteligentne strategie konsolidacji polityki fiskalnej – wyzwania związane z określeniem motorów wzrostu w Europie. Jak w pełni wykorzystać potencjał siły roboczej naszych gospodarek przy jednoczesnej pilnej potrzebie korekty budżetowej?”, Dz.U. C 248 z 25.8.2011, s. 8.

osłabieniu lub całkowitemu zanikowi, jako że państwa członkowskie ze strefy euro konsolidowałyby ryzyko kredytowe dla części lub całości swojego długu publicznego, co mogłoby zrodzić ryzyko pokusy nadużycia, ponieważ ryzyko kredytowe wynikające z braku dyscypliny budżetowej poszczególnych państw ponoszone byłoby przez wszystkich uczestników.

- Ponieważ emisja obligacji stabilnościowych może osłabić dyscyplinę rynkową, wymagane byłyby znaczne zmiany ram zarządzania gospodarczego w strefie euro, co miałyby wpływ na suwerenność budżetową.
- Aby zyskać akceptację inwestorów, obligacje stabilnościowe będą musiały charakteryzować się wysoką jakością kredytową.
- Uzyskanie wysokiej jakości kredytowej będzie również istotne, aby zagwarantować akceptację obligacji stabilnościowych przez wszystkie państwa członkowskie należące do strefy euro.

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

3.1.2.2 Zgodność z postanowieniami Traktatu UE miałyby zasadnicze znaczenie dla zapewnienia pomyślnego wprowadzenia obligacji stabilnościowych. Niektóre warianty mogłyby być bowiem sprzeczne z postanowieniami TFUE i wymagać zmiany traktatu, zwłaszcza z art. 125, w którym zakazano państwom członkowskim przyjmowania zobowiązań innego państwa członkowskiego. Tym samym emisja obligacji stabilnościowych objęta gwarancjami solidarnymi z założenia prowadziła do sytuacji, w której naruszony zostałby zakaz przyjmowania zobowiązań. W świetle obowiązujących postanowień Traktatu możliwa byłaby natomiast emisja obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi.

## 3.2 Warianty emisji obligacji stabilnościowych

3.2.1 Poza licznymi wariantami, które zostały zaproponowane w ramach debaty publicznej dotyczącej wprowadzenia obligacji stabilnościowych, w zielonej księdze przedstawiono trzy warianty, na podstawie stopnia, w jakim emisja obligacji stabilnościowych zastąpi emisję obligacji krajowych (całkowicie lub częściowo), oraz charakteru gwarancji, jaką objęte zostaną obligacje stabilnościowe (gwarancja solidarna lub indywidualna). Te trzy główne podejścia to:

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

W ramach tego podejścia finansowanie publiczne w strefie euro w całości zapewniałyby emisja obligacji stabilnościowych, przy

rezygnacji z emisji obligacji krajowych. Zdolność kredytowa największych państw członkowskich strefy euro miałyby prawdopodobnie decydujące znaczenie dla oceny obligacji stabilnościowych, co pozwala przypuszczać, że obligacje stabilnościowe wyemitowane w chwili obecnej mogłyby uzyskać wysoką ocenę. Rozwiązanie to najskuteczniej zapewniałoby osiągnięcie korzyści z emisji obligacji stabilnościowych, lecz wiązałoby się jednocześnie z największym ryzykiem pokusy nadużycia. Wymagałoby ono bardzo solidnych ram w celu zapewnienia dyscypliny budżetowej, konkurencyjności gospodarczej i ograniczenia różnic makroekonomicznych na poziomie krajowym.

3.2.1.2 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 nieemitowanej w formie obligacji stabilnościowych nadal objęte byłyby indywidualnymi gwarancjami poszczególnych państw. W związku z tym rynek obligacji państwowych w strefie euro składałby się z dwóch odrębnych obszarów obejmujących odpowiednio obligacje stabilnościowe i krajowe obligacje skarbowe. Przy tym podejściu kluczową kwestię stanowią szczegółowe kryteria służące ustaleniu względnych proporcji emisji obligacji stabilnościowych i emisji obligacji krajowych.

3.2.1.3 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 euro. 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.

## 4. Uwagi ogólne

4.1 Rozpatrywany tekst należałoby oceniać w kontekście kryzysu panującego w Unii Europejskiej. Kryzys finansowy, gospodarczy, bilansów płatniczych, zadłużeniowy, społeczny (blisko 23 mln bezrobotnych) i ekologiczny – wszystkie one razem doprowadziły do kryzysu dotykającego samych podstaw integracji europejskiej. Kryzys ujawnił zwłaszcza kilka istotnych wad projektu unii gospodarczej i walutowej. Potrzeba czegoś więcej niż wspólny bank centralny i pakt stabilności i wzrostu, by jednolita waluta nie była zagrożona w wyniku kryzysów związanych z różnymi poziomami konkurencyjności, brakiem równowagi makroekonomicznej, brakiem równowagi bilansów płatniczych i wysokimi marżami odsetkowymi (*spreads*).

4.2 Aby rozwiązać problem kryzysu, uniknąć długotrwałej recesji i stworzyć warunki sprzyjające wzrostowi gospodarczemu i zatrudnieniu, potrzeba *więcej* Europy oraz lepszej Europy, a nie *mniej* Europy: *więcej* Europy, aby zapewnić odpowiedzialność budżetową i integrację, *więcej* Europy, aby dzielić ryzyko wynikające z długu państwowego, przywrócić długoterminową wypłacalność, ułatwić i wdrożyć reformy strukturalne i uruchomić inwestycje służące wzrostowi gospodarczemu, konkurencyjności i zatrudnieniu w całej UE, jeśli chcemy doprowadzić do Europy społecznej i dobrobytu dla wszystkich; lepszej Europy, która umożliwia trwałe osiągnięcie tych celów i która posiada skuteczne mechanizmy pozwalające uniknąć pokusy nadużyć.

4.2.1 Wszystko to wymaga zdecydowanej woli potwierdzenia i wdrożenia *metody wspólnotowej* ze strony Komisji Europejskiej. Z tego punktu widzenia przyjęcie zielonej księgi jest pożądane. Komisja powinna ponadto w pełni skorzystać ze swojego prawa inicjatywy w odniesieniu do ogółu parametrów i przedstawić wnioski na miarę obecnego kryzysu, zamiast międzyrządowych półśrodków, które – mimo że było ich wiele – okazały się w istocie niewystarczające, nieskuteczne, a ich wdrożenie – długotrwałe i niepewne <sup>(5)</sup>.

4.2.2 *Więcej Europy* – nowa Europa wymaga zasadniczego łączenia zasobów i dzielenia odpowiedzialności. Solidarność i wspólna odpowiedzialność – dwa pojęcia, na których opiera się ta koncepcja, powinny zostać powiązane pojęciem zaufania, stanowiącym rodzaj łącznika między nimi. Podstawą tego zaufania będzie symetryczne i zrównoważone zarządzanie gospodarcze efektywną i nieodzowną harmonizacją budżetową i fiskalną.

4.2.2.1 Takie podejście jest korzystniejsze od sytuacji, w której rządy państw członkowskich nie są w stanie dłużej samodzielnie sprostać presji rynkowej, presji wywieranej przez wierzycieli i prywatne agencje ratingowe. Konieczny jest duży skok w kierunku większej integracji europejskiej, nie tylko po to, aby stworzyć instrumenty dłużne i wiarygodny dla inwestorów model wzrostu gospodarczego, lecz także – co stanowi sedno sprawy – po to, aby potwierdzić demokratyczne rządy.

4.2.2.2 W tym celu w UE należy wzmocnić zarządzanie gospodarcze, aby zapewnić dyscyplinę budżetową we wszystkich państwach członkowskich, zwłaszcza w strefie euro. Pakiet sześciu wniosków ustawodawczych dotyczących reform (szesciopak) oraz nowe propozycje przepisów i europejski semestr, służący lepszemu koordynowaniu polityki budżetowej i wzmocnieniu nadzoru UE, choć nie wystarczą do przezwyciężenia kryzysu <sup>(6)</sup>, powinny zostać poprawnie wdrożone. Jeżeli chodzi

<sup>(5)</sup> Zob. uzasadnienie agencji ratingowej Standard & Poor's z dnia 13 stycznia 2012 r. dotyczące spadku wartości obligacji skarbowych 16 państw członkowskich ze strefy euro: „Inicjatywy polityczne podjęte przez europejskich decydentów w ostatnich tygodniach mogą być niewystarczające, aby całkowicie rozwiązać obecne problemy systemowe, z którymi boryka się strefa euro” (<http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/artides/en/eu/?articleType=HTML&assetID=1245327399569>). Standard & Poor's stwierdza ponadto: „Uważamy, że reforma oparta na samych tylko oszczędnościach budżetowych może się nie powieść, gdyż popyt krajowy spada wraz z rosnącym zaniepokojeniem konsumentów dotyczącym bezpieczeństwa zatrudnienia i dostępnych dochodów, co powoduje spadek dochodów z podatków krajowych”.

<sup>(6)</sup> Zob. punkt 5.6.

o praktyczny wymiar polityki, proces ten dopiero się zaczyna i trzeba go ściśle monitorować. Wyciągnięcie wniosków na temat powodzenia tych reform będzie możliwe wyłącznie na podstawie wymiernych wyników w zakresie usuwania zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Ponadto należy nadać takie samo znaczenie brakowi równowagi makroekonomicznej, który jest podstawową przyczyną trudności, z jakimi borykają się niektóre państwa członkowskie.

4.3 W związku z tym Komitet przyjmuje z zadowoleniem zieloną księgę w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych. W istocie, z punktu widzenia Komitetu wprowadzenie ścisłych przepisów zarządzania gospodarczego oraz wspólnych gwarancji w całej strefie euro mających pozwolić na wspólne ponoszenie ryzyka związanego z zadłużeniem państwowym, przyczyni się do wyjścia z impasu związanego z koniecznością znalezienia równowagi między środkami oszczędnościowymi a wzrostem gospodarczym – impasu, który nieuchronnie doprowadziłby UE do głębokiej recesji.

4.4 Postępy dokonane w omawianej dziedzinie umożliwiają też potencjalnie EBC rezygnację z programu skupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym (program dotyczący rynków papierów wartościowych), który jest obecnie potrzebny, ponieważ pozwala państwom członkowskim na refinansowanie długu publicznego. Zamiast prowadzenia tego rodzaju polityki EBC mogłyby podjąć decyzję o wspieraniu nowych obligacji stabilnościowych poprzez udzielanie dodatkowych zapewnień uczestnikom rynku w okresie przejściowym <sup>(7)</sup>.

4.5 Możliwe byłoby udzielenie w tym celu licencji bankowej EFSF lub europejskiemu mechanizmowi stabilności, co doprowadziłoby do rozwiązania problemu pomieszania polityki pieniężnej i budżetowej występującego w ramach działań Europejskiego Banku Centralnego i do zapewnienia niezależności tej instytucji.

## 5. Uwagi szczegółowe

5.1 EKES przyjmuje z dużym zadowoleniem przedstawienie przez Komisję zielonej księgi dotyczącej obligacji stabilnościowych. Wprowadzenie obligacji unijnych w strefie euro (tzw. euroobligacji <sup>(8)</sup>), które w zielonej księdze określane są terminem „obligacje stabilnościowe”) jest logiczną konsekwencją postępującej integracji europejskiej i stworzenia jednolitego rynku oraz europejskiego rynku kapitałowego, a także stanowi konieczne uzupełnienie wspólnej polityki pieniężnej prowadzonej w strefie euro. Euroobligacje utrudniają spekulowanie i sprzyjają stabilności rynków finansowych oraz skuteczności polityki pieniężnej.

<sup>(7)</sup> Zakres działań EBC jest niemal nieograniczony, dlatego też mogą one przybierać różne formy, od prostej deklaracji wytyczającej przyszły kierunek jego polityki pieniężnej do masowego wykupu długu państwowego będącego przedmiotem spekulacji.

<sup>(8)</sup> W niniejszym dokumencie termin „euroobligacje” używany jest w kontekście celu dotyczącego unii politycznej, stanowiącej uzupełnienie unii gospodarczej i walutowej. We wszystkich pozostałych przypadkach używany jest termin zaproponowany przez Komisję – „obligacje stabilnościowe”. W rzeczywistości nie ma różnicy między tymi dwoma pojęciami.

5.2 Poza tym euroobligacje mogłyby, poprzez ustanowienie wspólnej odpowiedzialności, wzbudzić zaufanie potencjalnych inwestorów w danej chwili i w perspektywie krótkookresowej, a tym samym ustabilizować popyt na obligacje skarbowe i obniżyć ich stopę procentową na rynkach w przypadku państw dotkniętych poważnymi problemami finansowymi. W tym kontekście EKES wyraża zadowolenie z rozpoczęcia przez Komisję, choć z opóźnieniem, debaty w sprawie euroobligacji i poprawnego przedstawienia w zielonej księdze zalet euroobligacji.

### 5.3 Warunki wstępne dotyczące dyscypliny budżetowej

5.3.1 W zielonej księdze – podobnie jak w ramach ogólnej debaty dotyczącej rozwiązań, jakie należy przyjąć w odniesieniu do obecnego kryzysu – podkreślono wielokrotnie konieczność przeciwdziałania niekorzystnym skutkom, *pokusie nadużycia* i zauważono, że rynki mogłyby przyczynić się do zapewnienia dyscypliny w ramach polityki budżetowej państw członkowskich. Wyrażono ubolewanie, że po wprowadzeniu euro nie wszystkie państwa członkowskie w równym stopniu przestrzegały „dyscypliny rynkowej w ramach polityki budżetowej”, a także obawę, że wprowadzenie solidarnej odpowiedzialności w przypadku obligacji stabilnościowych może pozostać bez wpływu na dyscyplinę rynkową. Jednakże nawet niektóre kraje przestrzegające wcześniej zasad budżetowych paktu stabilności i wzrostu są obecnie poważnie zadłużone z powodu braku równowagi związanego z zadłużeniem w sektorze prywatnym i je także trzeba nadzorować.

5.3.2 Obawy budzi ogólnie to, że solidarna odpowiedzialność i związany z nią brak kar w postaci wysokich stóp procentowych wymuszonych przez rynek mogą spowodować, że rządy będą w sposób nieodpowiedzialny zarządzać budżetem, co doprowadzi do wysokich deficytów budżetowych. Rządy mogą zwiększać wydatki publiczne w sposób nieodpowiedzialny, jeśli nie będą podlegać presji związanej ze stopami procentowymi na rynku, na którym pojawi się tendencja zwyżkowa. Jednakże EKES uważa, że ryzyko pokusy nadużycia i jego ewentualne konkretne przejawy, o których mowa w zielonej księdze, zostały przedstawione w sposób dyskusyjny i powinny najpierw zostać poddane gruntownej analizie przed wyciągnięciem wątpliwych wniosków.

5.3.3 Szczegółowa analiza problemu pokusy nadużycia umożliwiłaby także znalezienie odpowiednich rozwiązań, które pozwoliłyby zapobiec jego wystąpieniu. Zakwestionowanie wiary w dyscyplinę rynkową i w powagę problemu pokusy nadużycia jest uzasadnione z wielu powodów.

5.3.3.1 W zielonej księdze stwierdzono, że zmiany, jakim podlegają budżety publiczne, wpływają na wysokość dochodu z obligacji skarbowych, i zauważono: „Patrząc wstecz, dużej zbieżności rentowności obligacji w strefie euro w pierwszej dekadzie istnienia euro nie uzasadniały wyniki budżetowe państw członkowskich”. Oznacza to, że pomimo oczywistego braku zbieżności polityk budżetowych zaobserwowano dużą zbieżność rentowności obligacji, a tym samym oprocentowania obligacji skarbowych. Do obligacji, w przypadku których odnotowano najwyższy spadek rentowności po wprowadzeniu euro, należą greckie, hiszpańskie, włoskie, irlandzkie i fińskie obligacje skarbowe. Podczas gdy dochód z fińskich dziesięcioletnich obligacji skarbowych wynosił jeszcze ok. 8,8 % w 1995 r., to jego wysokość spadła do 3,4 % w 2005 r., czyli do poziomu rentowności niemieckich obligacji skarbowych.

5.3.3.2 Zaobserwowane zjawisko można tłumaczyć tym, że wraz z utworzeniem strefy euro wśród inwestorów utrwalił się pogląd, że wszystkie obligacje skarbowe strefy euro są względnie bezpieczne. Dzięki temu od momentu utworzenia strefy euro w 1999 r. do upadku Lehman Brothers w 2008 r. panowała już sytuacja podobna do tej, której można oczekiwać po wprowadzeniu euroobligacji. Także rynki nie narzuciły dyscypliny w zakresie polityki budżetowej w okresie, który nastąpił po utworzeniu strefy euro.

5.3.3.3 Jeżeli teza sformułowana w zielonej księdze jest poprawna, tzn. jeżeli osłabienie dyscypliny rynkowej związane z ujednoczeniem stóp procentowych pociąga za sobą nieodpowiedzialne zwiększanie wydatków publicznych lub wzrost deficytu budżetowego, tego rodzaju zmiany powinny być zostać stwierdzone po wprowadzeniu euro.

5.3.3.4 Tak się jednak nie stało – jeżeli chodzi o Finlandię, wydatki publiczne zmniejszyły się nieznacznie w stosunku do produktu krajowego brutto (PKB) po wprowadzeniu euro i są w dalszym ciągu poniżej poziomu dochodów publicznych. W Hiszpanii stosunek wydatków publicznych (bez zapłaty odsetek) do PKB utrzymał się na tym samym poziomie, podczas gdy poziom dochodów nawet wzrósł. We Włoszech poziom wydatków publicznych ogólnie się obniżył, czemu towarzyszyło nieznaczne zmniejszenie się kwoty płaconych odsetek. Odnotowano jednak spadek poziomu dochodów państwowych. Także w Grecji wydatki publiczne utrzymały się ogólnie na stabilnym poziomie w stosunku do PKB po przystąpieniu tego państwa do strefy euro i ujednoczeniu oprocentowania obligacji. Stwierdzono też wyraźny względny spadek części wydatków przeznaczonych na zapłatę odsetek. Spadek dochodów publicznych w stosunku do PKB był jednak wyraźnie większy w Grecji niż we Włoszech.

5.3.3.5 Jest oczywiste, że brak dyscypliny rynkowej i duża zbieżność oprocentowania obligacji nie pociągnęły za sobą pokusy nadużycia, ponieważ inwestorzy założyli całkowite bezpieczeństwo obligacji skarbowych. Nie stwierdzono wzrostu wydatków publicznych w stosunku do PKB, wręcz przeciwnie. Można byłoby tak czy inaczej powołać się na to, że niskie i zbieżne oprocentowanie w wielu miejscach przyczyniło się do obniżenia dochodów podatkowych – przynajmniej w dwóch wymienionych wyżej przypadkach stwierdzono spadek dochodów.

5.3.4 Argument ten przemawiałby za tym, aby w ramach przeciwdziałania pokusie nadużycia skoncentrować się właśnie na dochodach. Zwiększenie koordynacji w zakresie polityki podatkowej mogłoby zapobiec dumpingowi podatkowemu. W przyszłości możliwe byłoby wprowadzenie w niektórych przypadkach kar za stosowanie ulg podatkowych, w ramach wzmocnienia zarządzania i koordynacji polityk gospodarczych w UE. Zapewniłoby to symetryczne stosowanie środków w zakresie zarządzania gospodarczego, którego EKES domagał się już w poprzednich opiniach<sup>(9)</sup>.

<sup>(9)</sup> Por. wyczerpujące zawarte w opinii EKES-u „Roczna wizja wzrostu gospodarczego: wsparcie całościowej odpowiedzi UE na kryzys”, Dz.U. C 132 z 3.5.2011, s. 26, oraz opinia EKES-u w sprawie społecznych skutków nowych przepisów dotyczących zarządzania gospodarczego, Dz.U. C 143 z 22.5.2012, s. 23.

5.3.5 Jest ponadto bardzo mało prawdopodobne, by inwestorzy rzeczywiście zwracali uwagę przede wszystkim na trwałość polityki budżetowej państw, którym chcą pożyczyć pieniądze. Wielkość deficytu budżetowego i długu publicznego nie jest w rzeczywistości tak istotna, jeśli chodzi o poziom rynkowych stóp procentowych, jak to założono w zielonej księdze. Świadczy o tym fakt, że to właśnie w Hiszpanii, prowadzącej politykę budżetową w sposób wzorowy, występują obecnie problemy z refinansowaniem, a państwa, których zadłużenie jest równie wysokie, np. Wielka Brytania, uzyskują rekordowo nisko oprocentowane finansowanie.

5.3.6 EKES ocenia w związku z tym, że w perspektywie etapów, które nastąpią po opublikowaniu zielonej księgi, Komisja powinna jak najprędzej zrewidować swoje tezy dotyczące pokusy nadużycia i dyscypliny rynkowej. Mogą one bardzo szybko doprowadzić do wyciągnięcia błędnych wniosków, których konsekwencje gospodarcze byłyby druzgocące. Gdyby np. przeciwdziałanie domniemanej pokusie nadużycia spowodowało przyjęcie jeszcze bardziej surowych przepisów dotyczących zadłużenia w ramach paktu stabilności i wzrostu lub wprowadzenie automatycznych hamulców zadłużenia, należałoby oczekiwać presji na wydatki publiczne przynoszącej skutki przeciwne do zamierzonych (i w opinii Komisji nieskutecznej). Aby przekonać się, że radykalne ograniczenie wydatków publicznych – sprzeczne z założeniami i zamiarami Komisji – miałyby negatywny wpływ na zaufanie potencjalnych nabywców obligacji, wystarczy spojrzeć na to, co dzieje się w państwach w sytuacji kryzysowej, w których polityka oszczędnościowa doprowadziła do zwiększenia niepewności i jeszcze większego wzrostu stóp procentowych.

5.3.7 EKES jest ponadto zdania, że należy zakwestionować same podstawy tezy, zgodnie z którą rynki powinny koniecznie wymusić dyscyplinę na demokratycznie wybranych rządach. W takim wypadku należałoby uznać rynki za synonim posiadaczy kapitału, występujących w roli wierzycieli rządów. Trudno pojąć, dlaczego należałoby cieszyć się z tego, że stosunkowo niewielka liczba posiadaczy kapitału miałaby mieć większy wpływ na budżet publiczny niż wybrany przez społeczeństwo parlament.

#### 5.4 Warunki przyjęcia aktywów na rynku jako bardzo bezpiecznych

5.4.1 EKES podziela punkt widzenia Komisji, zgodnie z którym obligacje stabilnościowe powinny mieć wysoką jakość kredytową, aby zostały przyjęte przez inwestorów i państwa członkowskie ze strefy euro już obecnie mającej najwyższą zdolność kredytową. Wysoka jakość kredytowa byłaby również potrzebna, aby uczynić z obligacji stabilnościowych międzynarodowy instrument referencyjny oraz położyć solidne fundamenty pod rozwój i wydajne funkcjonowanie rynków kontraktów terminowych typu *future* i opcji z nimi związanych, niezbędnych do zapewnienia płynności rynków obligacji.

5.4.2 EKES wyraża przekonanie, że euroobligacje objęte solidarną odpowiedzialnością będą bardzo atrakcyjne dla potencjalnych wierzycieli poszukujących bezpiecznych inwestycji. Wielkość i płynność rynku wspólnych obligacji przyciągnęłyby prawdopodobnie także nowych inwestorów spoza Europy. EKES podziela pogląd, zgodnie z którym brak równowagi

makroekonomicznej w skali światowej wymaga, by uczyniono wszystko w celu skanalizowania znacznych ilości płynnego kapitału pochodzącego z krajów wschodzących w kierunku stabilnych inwestycji finansowych, jakimi byłyby euroobligacje. Stanowiłyby one wtedy istotny element stabilizacji rynków finansowych, nawet poza granicami Unii Europejskiej.

5.4.3 Tymczasem jednak niepewność na europejskich rynkach obligacji ogromnie wzrosła z powodu niezdecydowanej interwencji rządów państw członkowskich, nietrafnych decyzji politycznych i braku woli całościowego rozwiązania problemu kryzysu. W związku z tym niepewność jest obecnie tak duża, że nawet euroobligacje objęte gwarancjami solidarnymi (wariant nr 1, zob. wyżej pkt 3.2.1.1) prawdopodobnie nie spotkałyby się dziś z popytem tak wysokim, jak jeszcze kilka miesięcy temu. Ucierpiałby na tym także potencjał obligacji stabilnościowych w zakresie złagodzenia kryzysu i możliwe, że nie udałoby się osiągnąć podstawowego celu wprowadzenia tych obligacji, jakim jest stabilizacja.

5.4.4 EKES ocenia w związku z tym, że niezbędne jest większe zaangażowanie Europejskiego Banku Centralnego w rozwiązanie problemu kryzysu, np. poprzez udzielenie licencji bankowej EFSF lub europejskiemu mechanizmowi stabilności, który zostanie uruchomiony z dniem 1 lipca 2012 r. W odróżnieniu od Systemu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, Banku Japonii i Banku Anglii EBC nie odgrywa roli ostatecznego wierzyciela w stosunku do państw członkowskich. Wyjaśnia to w dużej mierze różnicę stóp procentowych między strefą euro a gospodarkami znacznie bardziej zadłużonymi i przyczynia się w dużym stopniu do powstania wrażenia, że kryzys nigdy się nie skończy.

5.4.5 Przekonanie, że przyjęcie aktywów na rynku i związane z nim niskie oprocentowanie euroobligacji wymagają prowadzenia możliwie najsurowszej polityki dyscypliny budżetowej i konsolidacji fiskalnej, jest jednak zwodnicze. W wielu opiniach EKES otwarcie mówił o fatalnych skutkach tego rodzaju polityki dla sytuacji gospodarczej i podkreślał, że do konsolidacji budżetów publicznych prowadzi przede wszystkim wzrost gospodarczy<sup>(10)</sup>.

#### 5.5 Warianty emisji obligacji stabilnościowych

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

EKES ocenia, że jest to podejście najbardziej roztropne w perspektywie długoterminowej i najbardziej zgodne z celem Unii Europejskiej dotyczącym unii gospodarczej i społecznej. Jednocześnie podejście to mogłoby okazać się najskuteczniejsze w perspektywie krótkoterminowej, gdy chodzi o stawienie czoła problemom finansowym i wyjście z kryzysu. Jednakże podejście to wymaga jak najgłębszej integracji europejskiej. W związku z tym jego wdrażanie wiązałoby się z największą liczbą

<sup>(10)</sup> Zob. przypis nr 8.

problemów natury politycznej. Dlatego też pełne zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi wydaje się najmniej prawdopodobnym rozwiązaniem w najbliższej przyszłości.

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

5.5.2.1 Podejście to jest najbardziej prawdopodobne i możliwe do przyjęcia, gdyż jest ono zasadniczo zgodne z podejściem wymienionym wyżej, tyle że państwa członkowskie powinny w ramach niego zachować pewną niezależność działania w odniesieniu do rynków finansowych. W związku z tym poszczególne państwa podlegałyby różnym warunkom rynkowym i finansowym, które mogłyby odzwierciedlać różnice między ich ratingami kredytowymi. Tak czy inaczej podejście to może okazać się bardzo skuteczne, zarówno jeżeli chodzi o skutki średnioterminowe, jak i krótkoterminowe. Pozwała ono ponadto znacznie osłabić argumenty związane z domniemanym ryzykiem pokusy nadużycia. Dlatego też jest to jeden z dwóch wariantów, które EKES formalnie aprobuje.

5.5.2.2 Niemniej jednak do czasu dopuszczenia emisji obligacji stabilnościowych należy określić warunki i pułap zadłużenia, tak aby rzeczywiście rozwiązać delikatny problem państw przeżywających trudności finansowe. W związku z tym EKES ocenia, że w przypadku wyboru tego wariantu nie należałoby konwertować niezwłocznie (jak wskazano w rozpatrywanej zielonej księdze, s. 17) wszystkich istniejących obligacji krajowych na obligacje stabilnościowe, ponieważ poziom ustalony dla emisji tych ostatnich („obligacji niebieskich”) zostałby wówczas szybko osiągnięty i ponownie konieczne byłoby niezwłoczne wyemitowanie obligacji krajowych („obligacji czerwonych”) do celów refinansowania <sup>(11)</sup>.

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

5.5.3.1 EKES zgadza się z Komisją co do tego, że spośród trzech wymienionych wariantów to podejście ma najwęższy zakres stosowania, ponieważ tylko częściowo zaspokoiłoby potrzeby państw członkowskich w zakresie finansowania (podobnie jak podejście nr 2) i objęłoby jedynie gwarancje indywidualne, lecz nie solidarne. W związku z tym podejście to miałyby jedynie ograniczone skutki w odniesieniu do stabilności

i integracji. Mogłoby ono zostać wdrożone względnie szybko, ponieważ wydaje się w pełni zgodne z obowiązującym Traktatem UE.

5.5.3.2 Aby tego rodzaju instrumenty finansowe mogły uzyskać wystarczający rating kredytowy, państwa członkowskie byłyby zmuszone do przedstawienia dodatkowych gwarancji. Obligacje stabilnościowe zgodne z wariantem nr 3 byłyby bardzo podobne do obligacji emitowanych przez Europejski Instrument Stabilności Finansowej (EFSF), powinny natomiast mieć nieco szerszy zakres i nieco większy potencjalny wpływ na efektywność rynków i integrację. Podejście to jest najmniej zgodne z punktem widzenia EKES-u, ponieważ można przewidywać, że nie będzie ono miało znacznych skutków.

## 5.6 Ramy budżetowe obligacji stabilnościowych

5.6.1 EKES potwierdza swoje przekonanie o tym, że wzmocnienie paktu stabilności i wzrostu w ramach sześciopaku, rezolucja Rady w sprawie paktu euro plus i powszechne ustanowienie „złotych zasad” są w znacznym stopniu działaniami niewystarczającymi do tego, by przezwyciężyć kryzys, a ich skutki społeczne mogą spowodować rozpad Unii Europejskiej <sup>(12)</sup>.

5.6.2 Jeżeli chodzi o dodatkowe środki przedsięwzięte przez Komisję i Radę oprócz propozycji zawartych w rozpatrywanej zielonej księdze, nie należy przyjmować za podstawę ograniczenia deficytów budżetowych i zadłużenia państw wyłącznie oszczędności w ramach budżetów publicznych (dyscyplina budżetowa). Oszczędności te mają zasadniczo szkodliwy wpływ na wzrost gospodarczy, zatrudnienie i funkcjonowanie państwa opiekuńczego, niepotrzebnie ograniczają możliwości prowadzenia odpowiedniej antycyklicznej polityki budżetowej i, co więcej, nie prowadzą do osiągnięcia celów zamierzonych przez Komisję.

5.6.3 W państwach członkowskich unii walutowej konieczne jest natomiast przedsięwzięcie środków w celu zbliżania gospodarek krajowych, ograniczenia zakłóceń równowagi i uzupełnienia jednolitej polityki pieniężnej. Ponadto niezbędne jest koordynowanie polityki gospodarczej zmierzającej do właściwych celów. W tym kontekście kilkakrotnie przywoływana w rozpatrywanej zielonej księdze wizja „wzmocnienia konkurencyjności”, przybierającego formę cięcia kosztów i presji na obniżenie płac, jest jednostronna i nie docenia roli, jaką odgrywa popyt w skali makroekonomicznej.

5.6.4 Na przykład obniżenie dochodów w państwach, które wykazują deficyt obrotów bieżących, może spowodować zmniejszenie popytu i spadek wielkości przywozu. W ten sposób saldo obrotów bieżących w strefie euro byłoby oczywiście zrównoważone, lecz za cenę ograniczenia produkcji i pogorszenia ogółu wyników gospodarczych, które wykazałyby ostatecznie niższy poziom. EKES potwierdza swoje przekonanie o tym, że zrównoważona polityka gospodarcza jest niezbędna do osiągnięcia celów strategii „Europa 2020”.

<sup>(11)</sup> J. Delpla, J. von Weizsäcker, *The Blue Bond Proposal* („Propozycja dotycząca obligacji niebieskich”), Breugel Policy Briefs 420, Breugel, Bruksela 2010. Autorzy ci zaproponowali ograniczenie emisji obligacji niebieskich do poziomu 60 % PKB, odpowiadające kryterium przewidzianemu początkowo w traktacie z Maastricht w odniesieniu do pułapu całkowitego długu publicznego. Wśród coraz liczniejszych badań i mniej czy bardziej szczegółowych propozycji na uwagę zasługuje wsunięta przez grupę ekspertów rządu niemieckiego idea tzw. European Redemption Pact ([http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Pressemitteilungen/A\\_european\\_redemption\\_pact.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Pressemitteilungen/A_european_redemption_pact.pdf)) czy też propozycja Y. Varoufakisa i S. Holland, *A modest proposal for overcoming the euro crisis*, Levy Economics Institute of Bard College Policy Note 3/2011, [http://www.levyinstitute.org/pubs/pn\\_11\\_03.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_11_03.pdf).

<sup>(12)</sup> Zob. w tym kontekście pkt 5.3 powyżej.

5.6.5 Dlatego też należałoby ukierunkować koordynację polityki gospodarczej na wzmocnienie czynników wzrostu i dochodów narodowych. Państwa członkowskie, które w ostatnich latach odnotowały względnie niski poziom inwestycji publicznych i słaby popyt krajowy, powinny podjąć działania naprawcze w celu wspierania popytu, podczas gdy państwa członkowskie o stosunkowo wysokim deficycie obrotów bieżących i deficycie budżetowym powinny zmierzać do zapewnienia większej równowagi dochodów i wydatków. **W opinii EKES-u wdrożenie obligacji stabilnościowych w Unii Europejskiej zgodnie z podejściem nr 2 może trwale przyczynić się do koniecznego i pilnego zmniejszenia wewnętrznych zakłóceń równowagi makroekonomicznej w UE.**

Bruksela, 11 lipca 2012 r.

Przewodniczący  
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego  
Staffan NILSSON

---



## ZAŁĄCZNIK

## do opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego

Następujące poprawki, które uzyskały poparcie co najmniej jednej czwartej oddanych głosów, zostały odrzucone w trakcie debaty:

**Popr. 3 – Punkt 3.2.1.2**

Dodać

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 nieemitowanej w formie obligacji stabilnościowych nadal objęte byłyby indywidualnymi gwarancjami poszczególnych państw. W związku z tym rynek obligacji państwowych w strefie euro składałby się z dwóch odrębnych obszarów obejmujących odpowiednio obligacje stabilnościowe i krajowe obligacje skarbowe. Przy tym podejściu kluczową kwestią stanowią szczegółowe kryteria służące ustaleniu względnych proporcji emisji obligacji stabilnościowych i emisji obligacji krajowych, a także fakt, że nie eliminowałoby ono w wystarczającym stopniu pokusy nadużyć prowadzących do pogorszenia dyscypliny budżetowej.

**Uzasadnienie**

Zostanie przedstawione ustnie.

**Wynik głosowania:**

Przeciw: 117

Za: 46

Wstrzymało się: 18

**Popr. 4 – Punkt 3.2.1.3**

Zmienić

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 euro. 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. Ograniczyłoby to pokusę nadużyć w zakresie dyscypliny fiskalnej i zapewniłoby utrzymanie korzyści z obniżenia premii z tytułu płynności.

**Uzasadnienie**

Zostanie przedstawione ustnie.

**Wynik głosowania:**

Przeciw: 127

Za: 50

Wstrzymało się: 6

**Nad dwoma poniższymi poprawkami głosowano łącznie:**

**Popr. 7 – Punkt 4.3**

Zmienić

W związku z tym Komitet przyjmuje z zadowoleniem zieloną księgę w sprawie możliwości wprowadzenia obligacji stabilnościowych. W istocie, z punktu widzenia Komitetu wprowadzenie ścisłych przepisów zarządzania gospodarczego oraz wspólnych gwarancji w całej strefie euro mających pozwolić na wspólne ponoszenie sprawiedliwe rozłożenie ryzyka związanego z zadłużeniem państwowym, przyczyni się do rozwiązania dylematu wyjścia z impasu związanego z koniecznością znalezienia równowagi między środkami oszczędnościowymi a wzrostem gospodarczym — impasu, który nieuchronnie doprowadziłby UE do głębokiej recesji. Komitet jest zdania, że wprowadzenie obligacji stabilnościowych jest możliwe dopiero wtedy, gdy zlikwidowane zostanie ryzyko pokusy nadużycia, o którym mowa w zielonej księdze, i gdy zaistnieje dostateczna pewność, że nie występuje ono w praktyce gospodarczej.

**Uzasadnienie**

Zostanie przedstawione ustnie.

**Popr. 1 – Punkt 1.5**

Dodać

*Jednakże EKES uważa, że ryzyko pokusy nadużycia (wszystkich jego pięciu wskazanych rodzajów) i jego ewentualne konkretne przejawy, o których mowa w zielonej księdze, zostały przedstawione w sposób dyskusyjny i powinny najpierw zostać poddane gruntownej analizie przed wyciągnięciem wątpliwych wniosków. Jeżeli teza sformułowana w zielonej księdze jest poprawna, czyli jeżeli osłabienie dyscypliny rynkowej wynikające z ujednoczenia stóp procentowych pociąga za sobą nieodpowiedzialne zwiększanie wydatków publicznych lub wzrost deficytu budżetowego, tego rodzaju zmiany powinny być zostać stwierdzone po wprowadzeniu euro. Tak się jednak nie stało. Komitet jest zdania, że wprowadzenie obligacji stabilnościowych jest możliwe dopiero wtedy, gdy zlikwidowane zostanie ryzyko pokusy nadużycia, o którym mowa w zielonej księdze, i gdy będzie istniała dostateczna pewność, że nie pojawia się ono w praktyce gospodarczej.*

**Uzasadnienie**

W zielonej księdze jest mowa o wdrożeniu na nieokreślony czas mechanizmu tzw. obligacji stabilnościowych z myślą o obniżeniu kosztów obsługi długu (emisja obligacji) dla państw członkowskich o słabej dyscyplinie budżetowej, co działa na niekorzyść krajów, które zachowują dobrą dyscyplinę budżetową, gdyż będą musiały one oferować wyższe oprocentowanie takich obligacji w porównaniu do własnych instrumentów dłużnych. Beneficjenci tego systemu będą czerpać korzyści z jednej (i, z ich perspektywy, niższej) stopy oprocentowania takich obligacji, jak również z zasady ogólnoeuropejskiej odpowiedzialności (gwarancji). Sama Komisja Europejska przedstawiła 5 możliwych rodzajów pokusy nadużycia (jedna strona podejmuje decyzje na temat rozmiarów podejmowanego ryzyka, druga strona ponosi koszt w razie niepowodzenia) pojawiającej się w tym rodzaju emisji obligacji.

**Wynik głosowania:**

Przeciw: 131

Za: 49

Wstrzymało się: 9

**Popr. 8 – Punkt 5.3.4**

Zmienić

*Argument ten przemawiałby za tym, aby w ramach przeciwdziałania pokusie nadużycia skoncentrować się właśnie na dochodach. Zwiększenie koordynacji w zakresie polityki podatkowej mogłoby zapobiec dumpingowi podatkowemu. EKES popiera pomysł „devaluacji przy pomocy środków polityki fiskalnej” zalecany przez tegoroczne Brukselskie Forum Podatkowe jako sposób radzenia sobie ze wstrząsami asymetrycznymi w unii walutowej (1). W przyszłości możliwe byłoby wprowadzenie w niektórych przypadkach kar za stosowanie ulg podatkowych, w ramach wzmocnienia zarządzania i koordynacji polityk gospodarczych w UE. Zapewniłoby to symetryczne stosowanie środków w zakresie zarządzania gospodarczego, którego EKES domagał się już w poprzednich opiniach (2).*

**Uzasadnienie**

Nie można również przyjąć punktu 5.3.4 opinii. Stwierdzenie, że w przyszłości można by wprowadzić kary za stosowanie ulg podatkowych, jest arbitralne i nie opiera się na żadnej analizie lub badaniu. Ewentualne ulgi podatkowe i ich wpływ nie są tematem tej opinii.

**Wynik głosowania:**

Przeciw: 124

Za: 54

Wstrzymało się: 9

**Nad sześcioma poniższymi poprawkami głosowano łącznie:**

(1) Brukselskie Forum Podatkowe zdefiniowało devaluację przy pomocy środków polityki fiskalnej jako obniżenie podatków bezpośrednich (od osób fizycznych i prawnych, co obniża koszty i zwiększa tym samym konkurencyjność producentów krajowych) przy jednoczesnym wzroście podatków pośrednich (gdyż VAT nie wpływa na eksport). Taki manewr podatkowy musi być neutralny dla budżetu i mieć podobne skutki jak devaluacja. Jest to narzędzie dla krajów o wspólnej walucie, które pozwala im reagować na wstrząsy asymetryczne.  
[http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/taxation/gen\\_info/tax\\_conferences/tax\\_forum/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/gen_info/tax_conferences/tax_forum/index_en.htm).

(2) Por. wyliczenie zawarte w opinii EKES-u „Roczna wizja wzrostu gospodarczego: wsparcie całościowej odpowiedzi UE na kryzys”, Dz.U. C 132 z 3.5.2011, s. 26, oraz opinia EKES-u w sprawie społecznych skutków nowych przepisów dotyczących zarządzania gospodarczego, Dz.U. C 143 z 22.5.2012, s. 23.

**Popr. 10 – Punkt 5.4.2**

Zmienić

EKES wyraża przekonanie, że euroobligacje objęte ~~solidarną odpowiedzialnością~~ gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi, będą bardzo atrakcyjne dla potencjalnych wierzycieli poszukujących bezpiecznych inwestycji. Wielkość i płynność rynku wspólnych obligacji przyciągnęłaby prawdopodobnie także nowych inwestorów spoza Europy. EKES podziela pogląd, zgodnie z którym brak równowagi makroekonomicznej w skali światowej wymaga, by uczyniono wszystko w celu skanalizowania znacznych ilości płynnego kapitału pochodzącego z krajów wschodzących w kierunku stabilnych inwestycji finansowych, jakimi byłyby euroobligacje. Stanowiłyby one wtedy istotny element stabilizacji rynków finansowych, nawet poza granicami Unii Europejskiej.

**Uzasadnienie**

Zostanie przedstawione ustnie.

**Popr. 11 – Punkt 5.5.1**

Zmienić

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

EKES ocenia, że jest to podejście najbardziej rozropne w perspektywie długoterminowej i najbardziej zgodne z celem Unii Europejskiej dotyczącym unii gospodarczej i społecznej. Jednocześnie podejście to mogłoby okazać się najsukcesywniejsze w perspektywie krótkoterminowej, gdy chodzi o stawienie czoła problemom finansowym i wyjście z kryzysu. Jest to jednak podejście, które to wymaga jak najgłębszej integracji europejskiej i powoduje największe ryzyko pokusy nadużycia. W związku z tym jego wdrażanie wiązałoby się z największą liczbą problemów natury politycznej i prawnej. Dlatego też pełne zastąpienie emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi wydaje się najmniej prawdopodobnym rozwiązaniem w najbliższej przyszłości. Wprowadzenie takich gwarancji można rozważyć dopiero wtedy, gdy wyeliminowane zostanie ryzyko pokusy nadużycia, o którym mowa w zielonej księdze, i gdy będzie istniała dostateczna pewność, że nie pojawia się ono w praktyce gospodarczej.

**Uzasadnienie**

Należy odrzucić zaproponowane w opinii **poparcie dla podejścia nr 2** do kwestii wyboru wariantu emisji obligacji stabilnościowych, polegającego na częściowym zastąpieniu emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi. Naszym zdaniem nie można zaakceptować sytuacji, w której niektóre państwa członkowskie mogłyby być rozrzutne i niestety – jak wynika z praktycznego doświadczenia – gospodarować posiadanymi środkami w nieodpowiedzialny sposób, podczas gdy inne państwa musiałyby za to płacić. Równocześnie należy zwrócić uwagę na fakt, iż **gwarancje solidarne pozostają w bezpośredniej sprzeczności z przepisami Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, zgodnie z którymi żadne państwo członkowskie nie odpowiada za zobowiązania innych państw członkowskich**. Podejście nr 3 (proponowane w treści poprawki) minimalizuje natomiast ryzyko pokusy nadużycia w kontekście realizacji polityki gospodarczo-fiskalnej. W przeciwieństwie do drugiego podejścia, sugerowane rozwiązanie obejmowałoby rządowe gwarancje indywidualne, lecz nie solidarne, i mogłoby zostać wdrożone stosunkowo szybko, bez konieczności zmiany traktatów UE.

**Popr. 12 – Punkt 5.5.2.1**

Zmienić

Podejście to jest najbardziej prawdopodobne i możliwe do przyjęcia, gdyż jest ono zasadniczo zgodne z podejściem wymienionym wyżej, tyle że państwa członkowskie powinny w ramach niego zachować pewną niezależność działania w odniesieniu do rynków finansowych. W związku z tym poszczególne państwa podlegałyby różnym warunkom rynkowym i finansowym, które mogłyby odzwierciedlać różnice między ich ratingami kredytowymi. Tak czy inaczej podejście to może okazać się bardzo skuteczne, zarówno jeżeli chodzi o skutki średnioterminowe, jak i krótkoterminowe. Pozwala ono ponadto znacznie osłabić argumenty związane z domniemanym ryzykiem pokusy nadużycia. Dlatego też jest to jeden z dwóch wariantów, które EKES formalnie aprobuje. Gwarancje solidarne w połączeniu z niską rentownością obligacji stabilnościowych wciąż sprzyjają występowaniu wysokiego ryzyka pokusy nadużyć związanych z brakiem odpowiedzialności fiskalnej. Wprowadzenie takich gwarancji można rozważyć dopiero wtedy, gdy wyeliminowane zostanie ryzyko pokusy nadużycia, o którym mowa w zielonej księdze, i gdy będzie istniała dostateczna pewność, że nie pojawia się ono w praktyce gospodarczej.

**Uzasadnienie**

Należy odrzucić zaproponowane w opinii **poparcie dla podejścia nr 2** do kwestii wyboru wariantu emisji obligacji stabilnościowych, polegającego na częściowym zastąpieniu emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi. Naszym zdaniem nie można zaakceptować sytuacji, w której niektóre państwa członkowskie mogłyby być rozrzutne i niestety – jak wynika z praktycznego doświadczenia – gospodarować posiadanymi środkami w nieodpowiedzialny sposób, podczas gdy inne państwa musiałyby za to płacić. Równocześnie należy zwrócić uwagę na fakt, iż **gwarancje solidarne pozostają w bezpośredniej sprzeczności z przepisami Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, zgodnie z którymi żadne państwo członkowskie nie odpowiada za zobowiązania innych państw członkowskich**. Podejście nr 3 (proponowane w treści poprawki) minimalizuje natomiast ryzyko pokusy nadużycia w kontekście realizacji polityki gospodarczo-fiskalnej. W przeciwieństwie do podejścia nr 2, sugerowane rozwiązanie obejmowałoby rządowe gwarancje indywidualne, lecz nie solidarne, i z tego względu mogłoby zostać wdrożone stosunkowo szybko, bez konieczności zmiany traktatów UE.

**Popr. 13 – Punkt 5.5.3.1**

Zmienić

EKES zgadza się z Komisją co do tego, że spośród trzech wymienionych wariantów to podejście ma najwęższy zakres stosowania, ponieważ tylko częściowo zaspokoiliby potrzeby państw członkowskich w zakresie finansowania (podobnie jak podejście nr 2) i objęłoby jedynie gwarancje indywidualne, lecz nie solidarne. W związku z tym podejście to miałyby jedynie ograniczone skutki w odniesieniu do stabilności i integracji. Najbardziej ograniczyłoby ono pokusę nadużyć prowadzących do pogorszenia dyscypliny budżetowej, obniżając jednocześnie premie za płynność. Mogłoby ono zostać wdrożone względnie szybko, ponieważ wydaje się w pełni zgodne z obowiązującym Traktatem UE.

**Uzasadnienie**

Zostanie przedstawione ustnie.

**Popr. 14 – Punkt 5.6.5**

Zmienić

Dlatego też należałoby ukierunkować koordynację polityki gospodarczej na wzmocnienie czynników wzrostu i dochodów narodowych. Państwa członkowskie, które w ostatnich latach odnotowały względnie niski poziom inwestycji publicznych i słaby popyt krajowy, powinny podjąć działania naprawcze w celu wspierania popytu, podczas gdy państwa członkowskie o stosunkowo wysokim deficycie obrotów bieżących i deficycie budżetowym powinny zmierzać do zapewnienia większej równowagi dochodów i wydatków. W opinii EKES-u realnym rozwiązaniem może okazać się wdrożenie obligacji stabilnościowych w Unii Europejskiej, zgodnie z podejściem nr 23, które sprzyjać będą niezbędnemu i pilnemu zmniejszeniu wewnętrznych zakłóceń równowagi makroekonomicznej w UE.

**Uzasadnienie**

Należy odrzucić zaproponowane w opinii **poparcie dla podejścia nr 2** do kwestii wyboru wariantu emisji obligacji stabilnościowych, polegającego na częściowym zastąpieniu emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi. Naszym zdaniem nie można zaakceptować sytuacji, w której niektóre państwa członkowskie mogłyby być rozrzutne i niestety – jak wynika z praktycznego doświadczenia – gospodarować posiadanymi środkami w nieodpowiedzialny sposób, podczas gdy inne państwa musiałyby za to płacić. Równocześnie należy zwrócić uwagę na fakt, iż **gwarancje solidarne pozostają w bezpośredniej sprzeczności z przepisami Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, zgodnie z którymi żadne państwo członkowskie nie odpowiada za zobowiązania innych państw członkowskich.** Podejście nr 3 (proponowane w treści poprawki) minimalizuje natomiast ryzyko pokusy nadużycia w kontekście realizacji polityki gospodarczo-fiskalnej. W przeciwieństwie do podejścia nr 2, sugerowane rozwiązanie obejmowałoby rządowe gwarancje indywidualne, lecz nie solidarne, i z tego względu mogłoby zostać wdrożone stosunkowo szybko, bez konieczności zmiany traktatów UE.

**Popr. 2 – Punkt 1.7**

Zmienić

Jeśli chodzi o poszczególne warianty emisji obligacji stabilnościowych, Komitet uważa, że podejście nr 23, polegające na częściowym zastąpieniu emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi jest najbardziej prawdopodobne i na ogół możliwe do przyjęcia.

**Uzasadnienie**

Należy odrzucić zaproponowane w opinii **poparcie dla podejścia nr 2** do kwestii wyboru wariantu emisji obligacji stabilnościowych, polegającego na częściowym zastąpieniu emisji obligacji krajowych emisją obligacji stabilnościowych objętych gwarancjami solidarnymi. Naszym zdaniem nie można zaakceptować sytuacji, w której niektóre państwa członkowskie mogą być rozrzutne i niestety – jak wynika z praktycznego doświadczenia – gospodarować posiadanymi środkami w nieodpowiedzialny sposób, podczas gdy inne państwa muszą za to płacić. Równocześnie należy zwrócić uwagę na fakt, iż **gwarancje solidarne pozostają w bezpośredniej sprzeczności z zapisami Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, zgodnie z którymi żadne państwo członkowskie nie odpowiada za zobowiązania innych państw członkowskich.** Natomiast podejście nr 3 (za którym opowiadamy się w naszej poprawce) minimalizuje ryzyko pokusy nadużycia przy prowadzeniu polityki gospodarczej i fiskalnej. W przeciwieństwie do podejścia nr 2, podejście nr 3 polegałoby na emisji obligacji objętych rządowymi „gwarancjami indywidualnymi, lecz nie solidarnymi”, w związku z czym można by je było zrealizować stosunkowo szybko, bez konieczności zmiany traktatów UE.

**Wynik głosowania:**

Przeciw: 129

Za: 59

Wstrzymało się: 5