EUROPA-KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 23.11.2011
KOM(2011) 818 endelig

GRØNBOG

om mulighederne for at indføre stabilitetsobligationer

GRØNBOG

om mulighederne for at indføre stabilitetsobligationer

1. BEGRUNDELSE OG FORUDSÆTNINGER FOR STABILITETSOBLIGATIONER[1]

1.1. Baggrund

Denne grønbog har til formål at igangsætte en bred offentlig høring om stabilitetsobligationer med alle relevante interessenter og berørte parter, dvs. medlemsstaterne, aktørerne på finansmarkederne og finansmarkedernes brancheorganisationer, akademikere i og uden for Unionen og den brede offentlighed. Høringen skal give Kommissionen et grundlag for at afgøre, hvordan det videre arbejde bedst tilrettelægges.

I grønbogen vurderes mulighederne for, at medlemsstaterne i euroområdet udsteder fælles statsobligationer (i det følgende benævnt "fælles udstedelse") og forudsætningerne herfor[2]. Udstedelsen af statsobligationer i euroområdet sker i øjeblikket decentralt, dvs. de udstedes af hver medlemsstat for sig og i henhold til en række forskellige udstedelsesprocedurer. Indførelsen af fælles udstedelse af stabilitetsobligationer ville samle medlemsstaternes udstedelse af statsobligationer i en pulje, hvor de dermed forbundne indtægtsstrømme og omkostningerne for gældsbetjeningen deles. Dette ville i høj grad ændre strukturen af euroområdets marked for statsobligationer, som er det største segment i euroområdets samlede finansmarked (yderligere oplysninger om markederne for statsobligationer i euroområdet findes i bilag 1).

Tanken om en fælles udstedelse blev for første gang drøftet med medlemsstaterne i slutningen af 1990'erne, da Giovannini-gruppen (som havde rådgivet Kommissionen om udviklingen på kapitalmarkederne i forbindelse med euroen) offentliggjorde en rapport om en række muligheder for at koordinere udstedelsen af statsobligationer i euroområdet[3]. I september 2008 blev interessen i en fælles udstedelse genoplivet blandt markedsdeltagerne, da European Primary Dealers Association (EPDA) offentliggjort et debatoplæg med titlen "A Common European Government Bond" (en fælles europæisk statsobligation)[4]. Oplægget bekræftede, at euroområdets statsobligationsmarkeder fortsat er stærkt opsplittet næsten 10 år

---

1 I den offentlige debat og litteratur anvendes sædvanligvis udtrykket "eurobonds". Kommissionen mener, at det centrale aspekt af et sådant instrument vil være øget finansiel stabilitet i euroområdet. I denne grønbog tales der derfor om "stabilitetsobligationer" i overensstemmelse med kommissionsformand José Manuel Barrosos tale den 28. september 2011.

2 Fælles udstedelse kan i princippet udvides til også at omfatte medlemsstater, der ikke deltager i euroområdet, men vil indebære en kursrisiko. Flere medlemsstater uden for euroområdet har allerede en stor del af deres forpligtelser denomineret i euro, så dette burde ikke udgøre en væsentlig hindring for dem. Alle EU-medlemsstater kunne have en interesse i at tilslutte sig stabilitet obligationen, navnlig hvis dette ville bidrage til at reducere og sikre deres finansieringsomkostninger og skabe positive virkninger for økonomien via det indre marked. Fra et stabilitetsobligationssynspunkt må det siges, at jo flere medlemsstater, der deltager, jo større er sandsynligvis de positive virkninger, navnlig som følge af større likviditet.

3 Giovannini-gruppen: Report on co-ordinated issurance of public debt in the euro area (11/2000). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

4 Se A European Primary Dealers Association Report Points to the Viability of a Common European Government Bond, http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436.

efter euroens indførelse, og gennemgik fordele og ulemper ved en fælles udstedelse. I 2009 tog Kommissionens tjenestegrene igen spørgsmålet om fælles udstedelse op i EMU@10-meddelelsen.

Intensiveringen af euroområdets statsgældskrise har udløst en bred debat om mulighederne for fælles udstedelse[5]. Et betydeligt antal politikere, markedsanalytikere og akademikere har fremmet idéen om fælles udstedelse som et potentielt magtfuldt instrument til at løse likviditetsproblemerne i flere medlemsstater i euroområdet. På denne baggrund anmodede Europa-Parlamentet Kommissionen om at undersøge mulighederne for fælles udstedelse i forbindelse med vedtagelsen af lovpakken om euroområdets økonomiske styring, og understregede, at den fælles udstedelse af stabilitetsobligationer også forudsætter endnu et skridt i retning af en fælles økonomisk politik og finanspolitik[6].

Fælles udstedelse blev typisk betragtet som en mulighed på langt sigt, men den senere tids debat har været fokuseret på de potentielle umiddelbare fordele som en måde til at mindske spændingerne på markedet for statsobligationer. Set i dette lys ville indførelsen af stabilitetsobligationer ikke være afslutningen på et forløb med økonomisk og finanspolitisk konvergens, men derimod foregå parallelt med yderligere konvergens og fremme opstillingen og gennemførelsen af de nødvendige rammer for en sådan konvergens. Et sådant parallelt forløb forudsætter omgående og afgørende fremskridt i den økonomiske, finansielle og politiske integration i euroområdet.

Stabilitetsobligationer er forskellige fra de eksisterende fælles udstedte instrumenter. Stabilitetsobligationer vil være et instrument udformet til den daglige finansiering af den offentlige forvaltning og service i euroområdet ved hjælp af fælles udstedelse. Der bør i denne forbindelse skelnes mellem stabilitetsobligationer og andre fælles udstedte obligationer i Den Europæiske Union og euroområdet, f.eks. udstedelser med sigte på at finansiere ekstern bistand til medlemsstater og tredjelande[7]. Udstedelsen af stabilitetsobligationer ville derfor være af et langt større omfang og mere kontinuerlig end det er tilfældet for de nuværende former af nationale eller fælles udstedelser.

---

5 Bilag 2 indeholder en oversigt over analytiske bidrag til debatten om stabilitetsobligationer.

6 Europa-Parlamentets beslutning af 6. juli 2011 om den finansielle, økonomiske og sociale krise: Henstillinger vedrørende de foranstaltninger eller initiativer, der skal træffes (2010/2242 (INI)): " … 13. *opfordrer Kommissionen til at gennemføre en undersøgelse om et fremtidigt system af eurobonds med henblik på at fastsætte betingelserne, hvorunder et sådant system ville være gavnligt for alle deltagende medlemsstater og for euroområdet som helhed; påpeger, at Eurobonds kunne være et bæredygtigt alternativ til obligationsmarkedet i USD, og at de kan fremme integrationen af det europæiske statsobligationsmarked, sænke låneomkostninger, øge likviditeten, budgetdisciplinen og overholdelsen af stabilitets- og vækstpagten (SVP), fremme koordinerede strukturreformer samt gøre kapitalmarkederne mere stabile, hvilket vil fremme ideen om euroen som en global sikker valuta ("safe haven"); minder om, at en fælles udstedelse af eurobonds kræver yderligere skridt i retning af en fælles økonomisk politik og finanspolitik;*
14. understreger derfor, at når der udstedes eurobonds, bør udstedelsen begrænses til en gældskvote på 60 % af BNP med solidarisk garanti som prioriteret statsgæld og bør være forbundet med incitamenter til at reducere statsgælden til dette niveau; mener, at det overordnede formål med eurobonds bør være at nedbringe statsgælden og undgå moralsk hasard og undgå spekulation mod euroen; bemærker, at adgang til sådanne eurobonds kræver enighed om og gennemførelse af målbare programmer for nedbringelse af gælden".

7 F.eks. obligationer udstedt af Kommissionen under betalingsbalancemekanismen/EFSM og obligationer udstedt af EFSF eller udstedelser med sigte på at finansiere store infrastrukturprojekter med en tværnational dimension (f.eks. projektobligationer, der eventuelt udstedes af Kommissionen). De forskellige typer fælles udstedelse og andre instrumenter, som ligner stabilitetsobligationer, gennemgås i bilag 3.

Udstedelse af stabilitetsobligationer kan foregå centralt i et enkelt organ eller forblive decentral på nationalt plan med stram samordning mellem medlemsstaterne. Distributionen af indtægtsstrømme og udgifterne til gældsbetjeningen i forbindelse med stabilitetsobligationer ville afspejle de respektive medlemsstaters andel af udstedelserne. Afhængig af den metode, der vælges ved udstedelsen af stabilitetsobligationer, kan medlemsstaterne acceptere solidarisk garanti for alle eller en del af udgifterne til gældsbetjeningen, hvilket indebærer en tilsvarende sammenlægning af kreditrisikoen.

Stabilitetsobligationer har implikationer, som går langt ud over det tekniske område og vedrører national suverænitet og processen for økonomisk og politisk integration. De indebærer en styrket samordning af den økonomiske politik og styring og en større grad af konvergens og - i visse tilfælde - et behov for traktatændringer. Jo mere kreditrisikoen samles i en pulje for flere lande, jo mindre betydning vil markedsvolatiliteten, men også markedsdisciplinen, have for det enkelte land. Den finanspolitiske stabilitet vil i højere grad skulle bygge på disciplinen i de politiske processer. Ligeledes er der nogle af forudsætningerne for stabilitetsobligationers succes, f.eks. en høj grad af politisk stabilitet og forudsigelighed eller omfanget af støtte fra monetære myndigheder, som rækker langt ud over det mere tekniske område.

Enhver form for stabilitetsobligation vil skulle ledsages af en væsentligt styrket finanspolitisk overvågning og politisk samordning som en væsentlig modvægt, således at man undgår moralsk hasard, sikrer bæredygtige offentlige finanser, støtter konkurrenceevnen og mindsker skadelige makroøkonomiske ubalancer.

Dette vil nødvendigvis have konsekvenser for den finanspolitiske suverænitet, og det kræver en dybtgående debat i euroområdets medlemsstater.

De nævnte emner kræver grundige overvejelser, så Kommissionen har vedtaget denne grønbog for at igangsætte en nødvendig politisk debat og en offentlig høring om mulighederne og forudsætningerne for at indføre stabilitetsobligationer.

1.2. Begrundelse

Debatten om fælles udstedelse har gennemgået en betydelig udvikling siden indførelsen af euroen. Den oprindelige begrundelse for fælles udstedelse fokuserede først og fremmest på fordelene ved en øget markedseffektivitet takket være øget likviditet i statsobligationsmarkedet i euroområdet og i bredere forstand i euroområdets finansielle system. På det seneste er denne fokus i forbindelse med den igangværende statsgældskrise blevet rettet mod stabilitetsaspekterne. På denne baggrund er de vigtigste fordele ved fælles udstedelse:

1.2.1. Styring af den aktuelle krise og forebyggelse af fremtidige statsgældskriser

Udsigten til indførelse af stabilitetsobligationer kan muligvis afbøde den aktuelle statsgældskrise, idet højtrente-medlemsstater ville kunne drage fordel af lavrente-medlemsstaters større kreditværdighed. Selv om indførelsen af stabilitetsobligationer kan tage nogen tid (se afsnit 2), vil en forudgående aftale om fælles udstedelse kunne have en virkning på markedets forventninger og medføre lavere gennemsnitlige og marginale finansieringsomkostninger for de medlemsstater, der i øjeblikket er under finansieringspres. Hvis denne virkning skal vare ved, vil en køreplan i retning af fælles udstedelse af obligationer dog skulle ledsages af samtidige aftaler om en strammere økonomisk styring, der

sikrer gennemførelsen af de nødvendige budgetmæssige og strukturelle tilpasninger, som skal sikre bæredygtigheden i de offentlige finanser.

1.2.2. Styrket finansiel stabilitet i euroområdet

Stabilitetsobligationer ville gøre euroområdets finansielle system mere modstandsdygtigt over for fremtidige negative chok og således styrke den finansielle stabilitet. Stabilitetsobligationer vil give alle deltagende medlemsstater en mere sikker adgang til refinansiering og forebygge pludselige tab af markedsadgang på grund af uberettiget risikouvillighed og/eller flokmentalitet blandt investorer. Stabilitetsobligationer ville således bidrage til at udjævne markedsvolatiliteten og mindske eller fjerne behovet for dyre støtte- og redningsforanstaltninger for medlemsstater, der midlertidigt er udelukket fra markedsfinansiering. De positive virkninger af sådanne obligationer afhænger af håndteringen af potentielle hindringer for finanspolitisk disciplin. Dette aspekt behandles mere indgående i afsnit 1.3 og afsnit 3.

Banksystemet i euroområdet ville have fordel af stabilitetsobligationer. Bankerne ligger typisk inde med store mængder af statsobligationer som en likvid investering med lav risiko og ringe volatilitet. Statsobligationer fungerer også som likviditetsbuffere, da de kan sælges til relativt stabile priser eller kan anvendes som sikkerhed i refinansieringstransaktioner. Der er dog stadig en åbenlys hjemlandsfavorisering (home bias) i bankernes beholdninger af statsobligationer, hvilket etablerer en vigtig korrelation mellem deres balancer og hjemlandets balance. Hvis hjemlandets finanspolitiske stilling forværres væsentligt, sker der uundgåeligt også en forringelse af kvaliteten af instrumenter til sikkerhedsstillelse i det nationale banksystem, hvilket udsætter bankerne for refinansieringsrisici, både på interbankmarkedet og i forhold til eurosystemet faciliteter. Stabilitetsobligationer ville udgøre en mere robust sikkerhed for alle banker i euroområdet og mindske deres sårbarhed over for individuelle medlemsstaters forringede kreditvurderinger. Også andre institutionelle investorer (f.eks. livsforsikringsselskaber og pensionskasser), som ofte har en forholdsvis høj andel af nationale statsobligationer, ville få gavn af et mere homogent og robust aktiv i form af en stabilitetsobligation.

1.2.3. Større gennemslagskraft for pengepolitikken

Stabilitetsobligationer ville give euroområdets pengepolitik større gennemslagskraft. Statsgældskrisen har svækket pengepolitikkens gennemslagskraft, idet afkastet på statsobligationer har været meget forskelligt på stærkt svingende markeder. I nogle ekstreme tilfælde er markedernes funktion blevet svækket, og ECB har grebet ind via programmet for værdipapirmarkederne. Stabilitetsobligationer ville skabe en større pulje af sikre og likvide midler. Dette vil bidrage til at sikre, at de pengepolitiske betingelser, der fastsættes af ECB, slår bedre og mere konsekvent igennem, lige fra statsobligationsmarkedet til låneomkostningerne for virksomheder og husstande og i sidste ende den samlede efterspørgsel.

1.2.4. Forbedring af markedseffektiviteten

Stabilitetsobligationer vil fremme effektiviteten i euroområdets statsobligationsmarked og i euroområdets finanssystem i bredere forstand. Udstedelsen af stabilitetsobligationer giver mulighed for et stort og meget likvidt marked med et enkelt benchmarkafkast i modsætning til den aktuelle situation med mange landespecifikke benchmark. Likviditeten og den høje kreditkvalitet på stabilitetsobligationsmarkedet vil give lave benchmarkafkast, som afspejler

tilsvarende lave kreditrisiko- og likviditetspræmier (se tekstboks 1). Et enkelt sæt "risikofri" benchmarkafkast for stabilitetsobligationer over hele løbetidsspektret vil medvirke til at udvikle obligationsmarkedet i bredden ved at stimulere udstedelser fra ikke-statslige emittenter, f.eks. virksomheder, kommuner og finansielle virksomheder. Hvis der findes et likvidt benchmark for euroområdet, vil det også lette funktionen af mange euro-denominerede derivatmarkeder. Indførelsen af stabilitetsobligationer kunne være en yderligere katalysator for integrationen af den europæiske værdipapirafvikling parallelt med den planlagte indførelse af ECB's TARGET2 Securities (T2S), den fælles afviklingsplatform for hele EU, og eventuel yderligere regulering på EU-niveau. På disse forskellige måder kunne indførelsen af stabilitetsobligationer føre til lavere finansieringsomkostninger for både den offentlige og den private sektor i euroområdet og dermed styrke det langsigtede vækstpotentiale i økonomien.

Tekstboks 1: Det forventede afkast for stabilitetsobligationer - det empiriske grundlag

Indførelsen af stabilitetsobligationer burde øge likviditeten på markederne for statsobligationer i euroområdet, hvilket ville reducere de likviditetspræmier, som investorer implicit kræver for at have statsobligationer i deres beholdning. I denne tekstboks forsøges at kvantificere, hvor store omkostningsbesparelser der kan opnås, hvis likviditetspræmien er lavere. En anden komponent af det forventede afkast for stabilitetsobligationer, nemlig den sandsynlige kreditrisikopræmie, har vist sig at være mere kontroversiel. Både likviditets- og kreditrisikopræmien for stabilitetsobligationer vil afhænge af den valgte metode for sådanne obligationers udformning og garantistruktur.

Der er en række empiriske analyser, som sammenligner afkastet for hypotetiske fællesudstedte obligationer med det gennemsnitlige afkast for eksisterende obligationer. Disse analyser antager, at der hverken er en nedgang i likviditetspræmien eller nogen forbedring i kreditrisikoen forbundet med en fælles udstedelse ud over gennemsnittet af medlemsstaternes kreditvurdering. Carstensen (2011) anslog, at afkastet på fælles obligationer, hvis der blot anvendes et vejet gennemsnit af medlemsstaternes rentesatser, vil ligge 2 procentpoint over den tyske tiårige statsobligation. Et andet skøn (assmann, boysen-hogrefe (2011)) konkluderede, at forskellen i afkast i forhold til de tyske statsobligationer kunne være 0,5 til 0,6 procentpoint. Det tilgrundliggende ræsonnement er, at det er finanspolitiske variabler, der er afgørende for obligationsspændet for statsobligationer. I finanspolitisk henseende ville det aggregerede euroområde kunne sammenlignes med Frankrig; afkastet for fælles obligationer ville derfor i grove træk være lig med afkastet for franske statsobligationer. En analyse foretaget af J.P. Morgan (2011) ved hjælp af en sammenlignelig metode, giver et lignende interval på ca. 0,5-0,6 procentpoint. En yderligere analyse af samme art foretaget af den franske bank NATIXIS (2011) tyder på, at fælles obligationer kunne prissættes ca. 20 basispoint over aktuelle AAA-klassificerede obligationer. Favero og Missale (2010) hævder, at amerikanske afkast, justeret for vekselkurspræmien, er et godt benchmark for afkast for fællesudstedte obligationer, fordi sådanne obligationer ville gøre euroområdets obligationsmarkeder mere lig det amerikanske marked med hensyn til kreditrisiko og likviditet. De konstaterer, at i årene før finanskrisen var afkastforskellen mellem tyske og amerikanske statsobligationer ca. 40 basispoint, hvilket ville være likviditetsgevinsten ved at udstedende fælles obligationer på samme betingelser som amerikanske obligationer.

Med sigte på at kunne skønne den opnåelige gevinst i likviditetspræmien har Kommissionen gennemført en statistisk analyse af hver udstedelse af statsobligationer i euroområdet efter 1999. Størrelsen af udstedelsen anvendes som en tilnærmet værdi (da det er den mest almindeligt tilgængelige indikator, selv om den eventuelt undervurderer den potentielle gevinst i likviditetspræmien) for en obligationsudstedelses likviditet, og koefficienten i en regression bestemmer de opnåelige gevinster ved udstedelse af obligationer i større mængder[8]. I en første model

[8] Udstedelsestørrelserne i overensstemmelse med registreringen i Dealogic er justeret, så de tager højde for sideløbende udstedelser med lignende forfalds- og afviklingstidspunkter. For at korrigere for

anvendes dataene for AAA-klassificerede medlemsstaterne i euroområdet (mærket "AAA" i tabellen), og i en anden model anvendes data for alle medlemsstaterne i euroområdet (mærket "AA"). I den anden model tages der også hensyn til vurderingen for hver udstedelse. Det viser sig, at alle koefficienter er betydningsfulde i henhold til konventionelle niveauer, og at mellem 70 % og 80 % af variationerne skyldes skønnede værdier.

Tabel: Modelestimater og forventet afkastændring på grund af lavere likviditetspræmie

	Historisk gennemsn.1999-2011			*2011- markedsforhold*		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Afkast (%) – modelbaseret	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Afkastændring ved US-markedsstørrelse	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

For at bestemme gevinsten i likviditetspræmien er koefficienterne fra modellen brugt til at simulere de potentielle fald i afkastet for obligationer udstedt i den gennemsnitlige udstedelsesstørrelse for amerikanske obligationer frem for at anvende den gennemsnitlige udstedelsesstørrelse for euroområdet. Den amerikanske udstedelsesstørrelse bruges således som et mål for, hvor likvidt et stabilitetsobligationsmarked kunne blive. I en første serie af beregninger blev likviditetsfordelen afledt af de gennemsnitlige historiske "portefølje"-afkast siden 1999. Til sammenligning blev der også foretaget beregninger ud fra markedsvilkårene i sommeren 2011.

Tabellens anden linje viser, at afkastgevinsten ved et større udstedelsesvolumen ville ligge i intervallet 10-20 basispoint for euroområdet, afhængigt af den opnåede kreditvurdering, men ret uafhængigt af, om de historiske eller de aktuelle markedsvilkår lægges til grund. Den tilsvarende gevinst i afkastet for Tyskland ville være ca. 7 basispoint. Modellerne viser, at den forventede gevinst i likviditetspræmien er forholdsvis begrænset og faldende for medlemsstater, der allerede nyder godt af den højeste vurdering.

Selv om det er klart, at de medlemsstater, som i øjeblikket betaler høje renter, ville drage fordel af både sammenlægning af kreditrisikoen og den forbedrede likviditet ved fælles obligationer, ville medlemsstater med lavrenteobligationer måske skulle betale højere renter, uden at kreditrisikoen for de nuværende højrenteemittenter forbedres. I princippet kunne der anvendes kompensationsbetalinger til at omfordele gevinsterne i likviditetspræmierne, men hvis der ikke opnås en bedre styring, kan den overordnede kvalitet af euroområdets gæld faktisk forværres som følge af svagere markedsdisciplin i et omfang, som ville betyde, at de nuværende medlemsstater med lavrenteobligationer kunne imødese øgede finansieringsomkostninger.

1.2.5. Styrkelse af euroens rolle i det globale finansielle system

Stabilitetsobligationer ville lette porteføljeinvesteringer i euro og fremme et bedre afbalanceret globalt finanssystem. Det amerikanske statsobligationsmarked og det samlede statsobligationsmarked i euroområdet er sammenlignelige i størrelse, men fragmenteringen af de euro-denominerede udstedelser betyder, at udstedelsesvolumenet for amerikanske statsobligationer ligger langt over udstedelsesvolumenet for statsobligationer for noget enkelt udstedende land i euroområdet. Siden 1999 har udstedelsesvolumenet for tiårige amerikanske statsobligationer i gennemsnit været næsten dobbelt så stort som udstedelsesvolumenet i Tyskland og endnu større end det i forhold til nogen anden EU-medlemsstat. Ifølge de

forskelle i tidsafhængige markedsvilkår er der indført kontrolvariabler for virkningerne af rentesatsen (den toårige swapsats) og løbetidsstrukturen (forskellen mellem den 10-årige og den 2-årige swapsats) på tidspunktet for hver udstedelse.

foreliggende data, er handelsmængderne på kontantmarkedet for amerikanske statsobligationer også flere gange større end på det tilsvarende marked for euroområdet, hvor likviditeten er migreret til derivatsegmentet. Høj likviditet er en af de faktorer, der bidrager til amerikanske statsobligationers fremtrædende og privilegerede rolle i det globale finanssystem (underbygget af dollaren som eneste internationale reservevaluta), som tiltrækker institutionelle investorer. De større udstedelser og mere likvide sekundære markeder, der er forbundet med stabilitetsobligationer, ville derfor styrke euroens stilling som en international reservevaluta.

1.3. Forudsætninger

Selv om stabilitetsobligationer vil give betydelige fordele i form af finansiel stabilitet og økonomisk effektivitet, vil det også være af væsentlig betydning at fjerne potentielle ulemper. Med henblik herpå skal vigtige økonomiske, juridiske og tekniske forudsætninger være opfyldt. Disse forudsætninger, som kunne medføre traktatændringer og betydelige ændringer i den institutionelle udformning af ØMU 'en og Den Europæiske Union, behandles i det følgende.

1.3.1. Begrænsning af moralsk hasard

Stabilitetsobligationer må ikke medføre en ringere budgetdisciplin blandt medlemsstaterne i euroområdet. Et vigtigt træk i tiden siden lanceringen af euroen har været en uensartet markedsdisciplin i budgetpolitikken i de deltagende medlemsstater. Den høje grad af konvergens inden for statsobligationsafkast i euroområdet i de første ti år af euroen, var, når man ser tilbage, ikke begrundet i medlemsstaternes budgetmæssige resultater. Korrektionen siden 2009 har været pludselig og måske i et vist omfang overdrevet. Til trods for denne inkonsekvens, bekræfter den senere tids erfaringer, at markederne kan disciplinere de nationale finanspolitikker i euroområdet. I forbindelse med visse former for stabilitetsobligationer ville en sådan disciplin blive ringere eller helt forsvinde, idet medlemsstaterne i euroområdet sammenlægger kreditrisikoen for dele af eller hele deres offentlige gæld, hvilket indebærer en risiko for moralsk hasard. Den moralske hasard i forbindelse med fælles udstedelse skyldes, at en kreditrisiko, som opstår på grund af et enkelt lands manglende budgetdisciplin, deles af alle andre deltagende lande.

Eftersom udstedelse af stabilitetsobligationer kan svække markedsdisciplinen, kræves der betydelige ændringer af rammerne for den økonomiske styring i euroområdet. Yderligere beskyttelsesforanstaltninger for at sikre bæredygtige offentlige finanser vil være berettiget. Disse beskyttelsesforanstaltninger bør ikke kun fokusere på budgetdisciplin, men også på den økonomiske konkurrenceevne (se afsnit 3). Selv om vedtagelsen af den nye pakke vedrørende økonomisk styring allerede udgør en væsentlig beskyttelsesforanstaltning, som vil blive yderligere forstærket af nye forordninger i medfør af artikel 136[9], kan der være behov for at gå endnu videre i forbindelse med stabilitetsobligationer - især hvis der skal ske en sammenlægning af kreditrisikoen. Hvis stabilitetsobligationer ses som et middel til at omgå markedsdisciplinen, vil der opstå tvivl om deres acceptabilitet blandt medlemsstaterne og investorerne.

[9] Forslag til en forordning fra Europa-Parlamentet og Rådet om fælles bestemmelser for overvågning og evaluering af udkast til budgetplaner og sikring af en korrektion af uforholdsmæssigt store underskud i medlemsstaterne i euroområdet.

En fornuftig finanspolitik i de gode tider og en hurtig korrektion af eventuelle afvigelser fra denne kurs er kernen i en ansvarlig og stabilitetsorienteret politik, men erfaringerne viser også, at større makroøkonomiske ubalancer, herunder tab af konkurrenceevne, kan have en meget negativ virkning for de offentlige finanser. Den styrkede politiske samordning, som kræves for at indføre stabilitetsobligationer, må derfor også anvendes til at undgå og rette op på skadelige makroøkonomiske ubalancer.

Sikring af høj kreditkvalitet og af, at alle medlemsstater får gavn af stabilitetsobligationer

Stabilitetsobligationer skal have en høj kreditkvalitet for at blive accepteret af investorerne. Stabilitetsobligationer bør udformes og udstedes på en måde, så investorer anser dem for at være en meget sikker investering. Følgelig ville statsobligationers accept og succes blive fremmet væsentligt, hvis de får den bedst mulige kreditvurdering. En dårlig vurdering kunne have en negativ indvirkning på prisfastsættelsen (højere rente) og på investorernes villighed til at absorbere tilstrækkeligt store udstedelsesvolumener. Dette vil især være tilfældet, hvis medlemsstaternes nationale AAA-udstedelse fortsætter og foregår sideløbende og i at konkurrere med stabilitetsobligationer. En høj kreditkvalitet er også en forudsætning for at etablere stabilitetsobligationer som et internationalt benchmark og for at underbygge udviklingen og den effektive funktion af beslægtede futures- og optionsmarkeder[10]. I denne forbindelse skal opbygningen af stabilitetsobligationer være tilstrækkelig gennemsigtig til at give investorer mulighed for at prissætte de tilgrundliggende garantier. Ellers er der risiko for, at investorerne vil være skeptiske over for det nye instrument, og rentesatsen ville blive betydeligt højere end den aktuelle sats for mere kreditværdige medlemsstater.

Det vil også være vigtigt at opnå en høj kreditkvalitet for at sikre, at alle medlemsstaterne i euroområdet accepterer stabilitetsobligationer. Et vigtigt spørgsmål er, hvordan risici og gevinster er fordelt på medlemsstaterne. Nogle former for stabilitetsobligationer ville medføre, at medlemsstater med en aktuel kreditvurdering under gennemsnittet opnå lavere finansieringsomkostninger, medens medlemsstater, der allerede har en høj kreditvurdering endda kunne lide nettotab, hvis virkningen af en sammenlægning af risiciene er større end de positive likviditetsvirkninger. Derfor forudsætter støtten til stabilitetsobligationer blandt de medlemsstater, der allerede har en AAA-kreditvurderinger, en garanti for en tilsvarende høj kreditkvalitet for det nye instrument, således at finansieringsomkostningerne for deres gæld ikke stiger. Som forklaret i det foregående er dette afhængigt af, at det lykkes at begrænse den moralske hasard. Accepten af stabilitetsobligationer kunne sikres yderligere ved hjælp af en mekanisme til at omfordele nogle af finansieringsfordelene mellem højtvurderede og lavtvurderede medlemsstater (se tekstboks 2).

Kreditvurderingen for stabilitetsobligationer vil primært afhænge af den deltagende medlemsstats kreditkvalitet og den underliggende garantistruktur[11].

---

10 Erfaringerne med vurderingen af EFSF-obligationer har vist, at hvis en obligation har en vurdering, som ligger over de gennemsnitlige garantier fra deltagende medlemsstater, blev opnået med andre midler såsom likviditetsbuffere, tabsabsorberende kapital og overgarantering af udstedelsesvolumenet. Disse elementer har vist sig at være komplicerede at styre i forbindelse med EFSF, men kan vise sig at være nyttige, når det gælder at styrke stabilitetsobligationens kreditvurdering.

11 I dette afsnit anvendes udtrykkene pro rata-garanti og solidarisk garanti i en økonomisk sammenhæng, som ikke nødvendigvis svarer til disse begrebers juridiske definitioner.

– Ved *pro rata-garanti (ikke solidarisk)* hæfter hver garanterende medlemsstat for sin del af forpligtelserne i forbindelse med stabilitetsobligationen i henhold til bestemt fordelingsnøgle[12]. Hvis medlemsstaterne fortsat kreditvurderes hver for sig, vil en nedjustering af en stor medlemsstat sandsynligvis medføre en tilsvarende nedjustering af stabilitetsobligationen, også selv om dette ikke nødvendigvis ville indvirke på de andre medlemsstaters kreditvurdering. Under de nuværende forhold, hvor kun seks lande i euroområdet har en AAA-vurdering, ville en stabilitetsobligation med denne garantistruktur sikkert ikke få en AAA-kreditvurdering og kunne endda få en kreditvurdering svarende til den lavestvurderede medlemsstat, medmindre den understøttes af en styrket kreditkvalitet.

– Ved *pro rata- garanti (ikke solidarisk) styrket med prioritet og sikkerhedsstillelse* hæfter hver garanterende medlemsstat stadig for sin egen del af de udstedte stabilitetsobligationer. For at sikre, at stabilitetsobligationerne altid indfries, selv i tilfælde af misligholdelse, kan medlemsstaterne dog overveje en række foranstaltninger, som styrker kreditkvaliteten. For det første kan udstedte stabilitetsobligationer gives prioriteret status. For det andet kan der indføres en delvis sikkerhedsstillelse for stabilitetsobligationer (f.eks. i form af kontanter, guld, andele af offentlige selskaber osv.). For det tredje kunne specifikke indtægtsstrømme øremærkes til at dække udgifter til gældsbetjening af stabilitetsobligationer. Resultatet ville være, at stabilitetsobligationer ville opnå en AAA-vurdering., selv om vurderingerne af mindre kreditværdige medlemsstats nationale obligationer, sandsynligvis ville blive forringet.

– Ved *solidarisk garanti* hæfter hver garanterende medlemsstat ikke kun for sin egen andel af stabilitetsobligationsudstedelsen, men også for enhver anden medlemsstats andele, hvis denne ikke opfylder sine forpligtelser[13]. Selv med denne garantistruktur kan det ikke helt udelukkes, at vurderingen af stabilitetsobligationer kan blive påvirket, hvis et begrænset antal AAA-vurderede medlemsstater er nødt til at garantere for andre lavtvurderede medlemsstaters meget store forpligtelser. Der er også en risiko for, at der i en ekstrem situation udløses et jordskred af nedjusteringer i kreditvurderingerne, f.eks. kunne nedjusteringen af en større AAA-vurderet medlemsstat føre til nedjustering af stabilitetsobligationen, hvilket så igen kunne påvirke kreditvurderingerne for de andre deltagende medlemsstater negativt. Derfor er det af afgørende betydning, at der findes beskyttelsesforanstaltninger, som sikrer budgetdisciplinen i de deltagende medlemsstater ved hjælp af en strammere økonomiske styring (og eventuelt ved at give stabilitetsobligationer prioritet frem for nationale obligationer, hvis der vælges en løsning, hvor sidstnævnte fortsat eksisterer).

---

12 F.eks. en EU-budgetnøgle eller ECB-kapitalnøgle.

13 Under sådanne omstændigheder kan de deltagende medlemsstater dog gøre krav gældende mod den misligholdende medlemsstat.

Tekstboks 2: Mulig omfordeling af finansieringsfordele blandt medlemsstaterne

Risikoen for moralsk hasard i forbindelse med stabilitetsobligationer med solidarisk garanti kan afhjælpes med en mekanisme, som omfordeler nogle af finansieringsfordelene i forbindelse med stabilitetsobligationsudstedelser mellem højtvurderede og lavtvurderede medlemsstater. En sådan mekanisme kan gøre udstedelsen af stabilitetsobligationer til en win-win-løsing for alle medlemsstater i euroområdet. Et stiliseret eksempel med to medlemsstater:

Den offentlige gæld i begge medlemsstater beløber sig til ca. 2 mia. EUR, men medlemsstat A betaler en rente på 2 %, medens medlemsstat B betaler en rente på 5 % for nationale udstedelser med en løbetid på fem år. En stabilitetsobligationsudstedelse kan finansiere begge medlemsstater fuldt ud (løbetid fem år og rentesats 2 %). Stabilitetsobligationsudstedelsen fordeles med 50 % til hver medlemsstat.

En del af finansieringsfordelen, som medlemsstat B vil nyde godt af i forbindelse med stabilitetsobligationsudstedelsen, kunne omfordeles til medlemsstat A. F.eks. kunne en rabat på 100 basispoints til medlemsstat A finansieres ud af fordelen på 300 basispoint, som medlemsstat B opnår. Følgelig kunne stabilitetsobligationen finansiere medlemsstat A til en rentesats på 1 % og medlemsstat B til en rentesats på 3 %. Begge medlemsstater har således lavere finansieringsomkostninger i forhold til deres nationale udstedelser.

Mekanismen for intern omfordeling af fordelene ved stabilitetsobligationsudstedelser skal selvfølgelig først udarbejdes, men den vil skulle knyttes til de relative budgetmæssige resultater i sammenhæng med rammerne for økonomisk styring i euroområdet.

1.3.2. Sikring af overensstemmelsen med EU-traktaten

Overensstemmelse med EU-traktaten vil være af afgørende betydning for at sikre en vellykket indførelse af stabilitetsobligationer. For det første må stabilitetsobligationer ikke være i strid med traktatens forbud mod at "redde" medlemsstater. Foreneligheden af stabilitetsobligationer med de nuværende traktatrammer afhænger af den valgte udformning. Nogle af mulighederne kan nødvendiggøre ændringer af de relevante bestemmelser i traktaten. Artikel 125 i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF) forbyder medlemsstaterne at påtage sig en anden medlemsstats forpligtelser.

Udstedelse af stabilitetsobligationer med solidarisk garanti ville principielt medføre en situation, hvor "redningsforbuddet" overtrædes. I en sådan situation ville en medlemsstat i praksis hæfte uafhængigt af sit "almindelige" bidrag i henhold til fordelingsnøglen, hvis en anden medlemsstat ikke opfylder sine finansielle tilsagn. I dette tilfælde er en ændring af traktaten nødvendig. Det kan ske i henhold til den forenklede procedure, hvis der oprettes et fælles gældsforvaltningsagentur for euroområdet i henhold til en mellemstatslig aftale, men det er mest sandsynligt, at det vil skulle ske efter den almindelige procedure, hvis det bliver direkte omfattet af EU-lovgivningen, idet det udvider EU's kompetencer. Medmindre der etableres et specifikt grundlag i traktaten, vil en fremgangsmåde baseret på EU-lovgivningen formodentlig kræve anvendelse af artikel 352 i TEUF, som forudsætter enstemmighed i Rådet og Europa-Parlamentets godkendelse. Udstedelsen af stabilitetsobligationer og den stramme økonomiske og finanspolitiske samordning, der kræves for at sikre en vellykket

gennemførelse, vil sandsynligvis også kræve betydelige ændringer i den nationale lovgivning i en række medlemsstater[14].

Udstedelse af stabilitetsobligationer med pro rata-garanti (ikke solidarisk) ville være muligt inden for rammerne af de nuværende traktatbestemmelser. F.eks. ville en væsentlig øgning af det tilladte lånevolumen under den europæiske stabiliseringsmekanisme og en ændring af lånevilkårene, så den får mulighed for at "videreláne" de beløb, der lånes på markederne, til alle medlemsstater i euroområdet, kunne gennemføres på en måde, der er forenelig med artikel 125 i TEUF, forudsat at pro rata-karakteren af bidragsfordelingsnøglen for den europæiske stabiliseringsmekanisme forbliver uændret. Samme ræsonnement gælder for udstedelser fra et eventuelt fælles gældsforvaltningsagentur, hvis forpligtelser ville forblive strengt begrænset til et pro rata-grundlag.

Traktaten vil også skulle ændres, hvis det påtænkes at indføre betydeligt mere indgribende rammer for økonomisk styring. Afhængigt af stabilitetsobligationernes særlige karakteristika vil den finanspolitiske og økonomiske styring og overvågning i de deltagende medlemsstater skulle øges for at undgå moralsk hasard. Yderligere kvalitative ændringer i styringen ud over de forslag, der indgår i pakken af 23. november, vil sandsynligvis kræve ændringer i traktaten. I afsnit 3 gennemgås mulighederne for øget finanspolitisk styring mere indgående.

2. MULIGHEDER FOR UDSTEDELSE AF STABILITETSOBLIGATIONER

Der er foreslået mange muligheder for udstedelse af stabilitetsobligationer, navnlig siden starten af euroområdets statsgældskrise. De forskellige muligheder kan dog generelt inddeles i tre metoder på grundlag af graden af substitution af nationale udstedelser (fuldstændig eller delvis) og arten af den underliggende sikkerhedsstillelse (solidarisk garanti eller pro rata-garanti). De tre metoder er[15]:

1) fuldstændig substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med solidarisk garanti

2) delvis substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med solidarisk garanti, og

3) delvis substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med pro rata-garanti, men ikke solidarisk garanti.

I dette afsnit, skal hver enkelt af de tre metoder vurderes ud fra de fordele og forudsætninger, der er beskrevet i afsnit 1.

---

14 F.eks. forbyder den tyske forfatningsdomstols dom af 7. september 2011 de tyske lovgivende organer at etablere en permanent mekanisme, som medfører, at man påtager sig forpligtelser for andre medlemsstaters frivillige beslutninger, især hvis de har konsekvenser, som er vanskelige at overskue. Den kræver også, at Forbundsdagen skal bevare kontrollen med grundlæggende budgetpolitiske beslutninger, også i et system med mellemstatslig forvaltning.

15 En fjerde metode med fuldstændig substitution med stabilitetsobligationer og pro rata-garanti, men ikke solidarisk garanti, ville også være en mulighed, men overvejes ikke, da den ikke ville være væsentlig forskellig fra de nuværende udstedelser. Herudover kan der konstrueres hybridmetoder, f.eks. pro rata-garanti for gældsforpligtelser kombineret med en begrænset solidarisk garanti til dækning af kortfristet likviditetsmangel.

2.1. Metode nr. 1: Fuldstændig substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med solidarisk garanti

Med denne metode dækkes euroområdets offentlige finansiering fuldt ud ved udstedelse af stabilitetsobligationer, og nationale udstedelser ophører. Medlemsstaterne kunne udstede stabilitetsobligationer decentralt gennem en samordnet procedure, men det vil være mere effektivt at oprette et enkelt gældsforvaltningsagentur for euroområdet[16]. Dette centraliserede agentur ville udstede stabilitetsobligationer på markedet og fordele indtægterne blandt medlemsstaterne ud fra deres respektive finansieringsbehov. På samme grundlag ville agenturet betjene stabilitetsobligationer ved at indsamle medlemsstaternes renter og afdrag. Stabilitetsobligationer ville blive udstedt med solidarisk garanti for alle medlemsstater i euroområdet, hvilket indebærer en sammenlægning af deres kreditrisiko. Eftersom der er tale om solidarisk garanti, vil det sandsynligvis være kreditvurderingen for de større medlemsstater i euroområdet, der vil dominere ved bestemmelse af stabilitetsobligationernes kreditvurdering, hvilket betyder, at en stabilitetsobligation udstedt i dag kunne forventes at have en høj kreditvurdering. Der er dog behov for en nøjere analyse af udformningen af de modgarantier, der indgår i stabilitetsobligationerne, og deres implikationer for kreditvurdering og rentesats.

Denne metode vil være mest effektiv til at få gavn af fordelene ved stabilitetsobligationer. Fuldstændig substitution af nationale udstedelser med stabilitetsobligationer ville sikre fuld refinansiering for alle medlemsstaterne uanset deres nationale offentlige finansers tilstand. På denne måde kan de alvorlige likviditetsproblemer, som nogle medlemsstater oplever i øjeblikket, løses, og en gentagelse af problemerne i fremtiden kan undgås. Denne metode ville også skabe et meget stort og ensartet marked for stabilitetsobligationer med betydelige fordele for så vidt angår likviditet og reduceret likviditetrisikopræmie. De nye stabilitetsobligationer ville skabe en fælles benchmark-obligation for euroområdet og dermed tilvejebringe mere effektive referencerammer for prissætning af risici i hele euroområdets finanssystem. Ved at sikre statsligt sikkerhedsstillelse af høj kvalitet for finansielle institutioner i alle medlemsstater, giver denne metode de størst mulige fordele ved fælles udstedelse, idet den forbedrer modstandsdygtigheden for euroområdets finanssystem og forbedrer pengepolitikkens gennemslagskraft. Med denne metode vil stabilitetsobligationerne også give det globale finanssystem en alternativ "sikker havn", dvs. et marked af en størrelse og en likviditet svarende til det amerikanske marked for statsobligationer, og vil således være virkelig effektiv til at fremme euroens internationale position.

Denne metode indebærer samtidig den største risiko for moralsk hasard. Medlemsstaterne vil i realiteten kunne snylte på disciplinen i andre medlemsstater, uden at det får konsekvenser for deres finansieringsomkostninger. Denne metode vil derfor skulle ledsages af meget robuste rammer, som sikrer overholdelse af budgetdisciplinen, den økonomiske konkurrenceevne og nedbringelse af de makroøkonomiske ubalancer i det enkelte land. Sådanne rammer forudsætter væsentlige yderligere skridt i retning af økonomisk, finansiel og politisk integration i forhold til den nuværende situation. Uden disse rammer er det usandsynligt, at denne udstedelsesmetode for stabilitetsobligationer ville føre til et resultat, som er acceptabelt for medlemsstaterne og investorerne. På baggrund af den solidariske garanti for stabilitetsobligationerne og den krævede robusthed af de tilgrundliggende rammer for budgetdisciplin og økonomisk konkurrenceevne vil denne udstedelsesmetode næsten helt sikkert kræve traktatændringer.

---

[16] I afsnit 4 gennemgås fordele og ulemper ved centraliseret og decentraliseret udstedelse.

Med denne metode vil der skulle fastsættes grænser for, hvilken offentlig gæld, der finansieres via stabilitetsobligationer. I flere medlemsstater udstedes obligationer ikke kun af centralregeringen, men også af regionale regeringer eller kommunale myndigheder[17]. I princippet kan man vælge også at medtage subnationale udstedelser. Den indlysende fordel herved ville være, at de potentielle fordele i form af markedsstabilitet, likviditet og integration er bredere funderet. Det ville også være i overensstemmelse med EU 's tilgang til budgetovervågning, som dækker al offentlig gæld og offentligt underskud. På den anden side kan en samlet udstedelse fra de centrale myndigheder alene sørge for en mere gennemsigtig og sikker ordning. Det er som regel let at få adgang til centralregeringers data, medens det ikke altid er tilfældet for lokale myndigheder. Desuden vil udstedelsen kun dække underskud, som fuldstændigt kontrolleres af centralregeringen. Set udelukkende fra et markedssynspunkt ville disse stabilitetsobligationer kun træde i stedet for kendte statsobligationer, hvilket ville lette vurderingen og prissætningen af den nye stabilitetsobligation[18].

Indfasningsforløbet for denne metode kan tilrettelægges på forskellige måder afhængigt af den ønskede indførelseshastighed. Ved en fremskyndet indfasning, vil nye udstedelser ske helt og fuldt i form af stabilitetsobligationer og udestående statsobligationer kunne konverteres til nye stabilitetsobligationer, dvs. en vis mængde nationale statsobligationer i bytte for nye stabilitetsobligationer. Den vigtigste fordel ved denne metode er, at der næsten omgående opstår et likvidt marked med en fuldstændig benchmarkafkastkurve. Tilbagekøb af "gamle" obligationer vil også kunne afbøde de nuværende akutte finansieringsproblemer i medlemsstater med stor gæld og høje rentesatser. Det kan dog blive en kompliceret transaktion, og det forudsætter en omhyggelig kalibrering af omregningskursen for at minimere markedsforstyrrelserne. Alternativt kunne man vælge en mere gradvis ordning, dvs. fuldstændig eller endda kun delvis ny bruttoudstedelse for hver enkelt medlemsstat i stabilitetsobligationer, medens udestående statsobligationer i euroområdet forbliver i omløb på det sekundære marked. Markedet ville derved få mulighed for gradvis at vænne sig til det nye instrument og udvikle analytiske værktøjer/prissætningsværktøjer, hvilket mindsker risikoen for markedsforstyrrelser. Denne variant betyder dog, at det vil tage adskillige år at opbygge et fuldstændigt marked for stabilitetsobligationer (afhængigt af løbetiderne på de udestående obligationer), og at mulige fordele forsinkes. For så vidt angår udestående gamle obligationer, ville dette segment gradvis blive mindre, efterhånden som det erstattes af stabilitetsobligationer og nyudstedte nationale obligationer. Den samlede likviditet i dette markedssegment vil derfor falde med tiden, og som følge heraf kan der ske en gradvis stigning i likviditetspræmien for gamle obligationer.

Denne metode kan tage lang tid at implementere på grund af behovet for traktatændringer.

2.2. Metode nr. 2: Delvis substitution af national udstedelse med stabilitets-obligationer, med solidarisk garanti

Ved denne metode understøttes udstedelsen af stabilitetsobligationer med solidarisk garanti, men det er kun en begrænset del af de nationale udstedelser, der erstattes. Den del af udstedelsen, som ikke er stabilitetsobligationer, vil fortsat være omfattet af de respektive nationale garantier. Denne metode for fælles udstedelse kaldes også den "blå-røde

[17] Dette er navnlig tilfældet i Tyskland og i mindre omfang i Spanien og Frankrig.

[18] Denne snævre dækning af stabilitetsobligationer ville indebære, at medlemsstaterne skulle forpligte sig til ikke at udstede egne nationale eller andre suveræne obligationer, herunder også deres subnationale enheder, hvis disse indgår i ordningen for fælles udstedelse.

metode"[19]. Følgelig ville markedet for statsobligationer i euroområdet bestå af to særskilte dele:

– *Stabilitetsobligationer* (eller "blå obligationer"): Udstedelse af stabilitetsobligationer vil kun ske op til visse fastsatte lofter og dermed ikke nødvendigvis dækker alle medlemsstaters fulde refinansieringsbehov. Disse obligationer ville være omfattet af solidarisk garanti og indebærer en ensartet refinansieringssats for alle medlemsstater[20].

– *Nationale statsobligationer* ("røde obligationer"). Resten af udstedelsen til finansiering af medlemsstaternes budgetter foregår på nationalt plan og er omfattet af de nationale garantier. Følgelig vil de nationale obligationer i praksis være efterstillet stabilitetsobligationerne, fordi sidstnævnte er omfattet af solidarisk garanti[21]. Omfanget af hver medlemsstats nationale udstedelser vil afhænge af det aftalte volumen af fællesudstedte stabilitetsobligationer og medlemsstatens samlede refinansieringsbehov. Afhængigt af størrelsen af disse resterende nationale obligationsmarkeder og -udstedelser og landets kreditkvalitet vil disse nationale obligationer have landespecifikke likviditets- og kreditegenskaber og derfor også forskellige markedsafkast, og da den største risiko forbundet med suveræn kredit vil være koncentreret på de nationale obligationer, forstærkes kreditrisikoen[22]. Det øgede pres fra markedet på nationale udstedelser sørger for markedsdisciplin.

Et vigtigt aspekt ved denne metode vil være de specifikke kriterier for fastlæggelse af de relative andele af stabilitetsobligationer og nationale obligationer. De vigtigste muligheder er:

– *Et simpelt regelbaseret system:* Hver medlemsstat kan f.eks. have ret til en mængde stabilitetsobligationer, der er lig med en given procentdel af landets BNP, hvilket kan afspejle traktatkriteriet på 60 %. Et vigtigt aspekt, der skal tages hensyn til, er, hvor meget risiko der koncentreres på den nationale (og efterstillede) andel, idet denne er afhængig af størrelsen af den fælles udstedelse (jo højere andel stabilitetsobligationer, jo større risikokoncentration på den resterende nationale udstedelse). Det kan være hensigtsmæssigt at fastsætte loftet på et mere forsigtigt niveau, så man undgår en overdreven kreditrisiko for nationale udstedelser, men alligevel samtidig får gavn af likviditetsfordelene ved en fælles udstedelse.

– *Et mere fleksibelt system knyttet til overholdelsen af politikker:* Den maksimale mængde stabilitetsobligationer, som en medlemsstat kan udstede, kunne fastsættes som ovenfor, men loftet ville til enhver tid være knyttet til medlemsstatens overholdelse af regler og henstillinger under euroområdets forvaltningsrammer. Manglende overholdelse kunne straffes med en (muligvis automatisk) nedsættelse af den pågældende medlemsstats gældsloft for stabilitetsobligationer (se også afsnit 3). Dette system ville også fungere som

---

19 Se delpla, J. og von Weizsäcker, J. (2010). De foreslog et gældsloft på 60 % af BNP ud fra Maastricht-kriterierne.

20 Som ved metode nr. 1 kan udstedelse af stabilitetsobligationer gennemføres decentralt, men kan sandsynligvis forvaltes mere effektivt af et centralt gældsforvaltningsagentur.

21 En sådan underordnet status for nationale obligationer kan kun gælde for nyudstedte nationale obligationer, dvs. nationale obligationer udstedt efter indførelsen af stabilitetsobligationer. Omvendt vil udestående "gamle" nationale obligationer skulle have samme status som stabilitetsobligationer, da en ændring af deres status teknisk set ville være en misligholdelse.

22 Delpla og von Weizsäcker hævder, at som følge af den høje risiko for misligholdelse, bør rød gæld hovedsageligt holdes uden for banksystemet ved ikke længere at være berettiget til ECB-refinansieringstransaktioner og underlagt meget strenge kapitalkrav i banksystemet.

en næsten automatisk stabilisator for stabilitetsobligationernes kreditkvalitet, fordi den respektive andel for de medlemsstater, som ikke overholder budgetdisciplinen, ville blive reduceret.

Troværdigheden af loftet for udstedelsen af stabilitetsobligationer vil være et centralt spørgsmål. Når den tildelte mængde blå obligationer er opbrugt, kan finansierings-omkostningerne for en medlemsstat stige væsentligt. Dette kan føre til et politisk pres for at hæve loftet. Medmindre der findes stærke beskyttelsesforanstaltninger mod et sådant pres, vil en forventning om et "fleksibelt" loft i vid udstrækning kunne ophæve den disciplinerende virkning af den "blå og røde" metode. Det vil derfor - uanset de kriterier, der fastsættes for at bestemme loftet for udstedelse af stabilitetsobligationer - være af afgørende betydning, at dette loft fastholdes og ikke justeres på et vilkårligt grundlag, f.eks. som reaktion på et politisk pres.

Denne metode for udstedelse af stabilitetsobligationer er mindre ambitiøs end metoden, hvor der udelukkende udstedes stabilitetsobligationer, og den giver mindre økonomiske og finansielle fordele. På grund af deres prioriterede stilling i forhold til de nationale obligationer og garantistrukturen vil stabilitetsobligationer have en meget lav kreditrisiko, hvilket afspejles i høje kreditvurderinger (dvs. AAA). Afkastet på stabilitetsobligationer ville derfor være sammenligneligt med afkastet for de nuværende AAA-statsobligationer i euroområdet. Følgelig ville der være tilsvarende fordele i form af finansiel stabilitet i euroområdet, pengepolitikkens gennemslagskraft og euroens internationale rolle, selv om fordelene vil være mindre end ved den mere ambitiøse metode med fuldstændig substitution af nationale udstedelser med stabilitetsobligationer. Da der sandsynligvis vil gå adskillige år, før udstedelsen af stabilitetsobligationer når det aftalte loft, vil alle medlemsstaterne i opstartsfasen have udbredt adgang de finansielle markeder via stabilitetsobligationer. Det ville løse eventuelle likviditetsproblemer, som nogle medlemsstater har, men vil i den pågældende periode give anledning til samme moralsk hasard-virkninger som nævnt i afsnit 2.1 vedrørende fuldstændig substitution. Da en tilbagevenden til national udstedelse for disse medlemsstater vil være påkrævet, når loftet for stabilitetsobligationer er nået, vil de også skulle give tilsagn om, at de i denne periode vil gennemføre de nødvendige budgetjusteringer og strukturelle reformer med sigte på at øge investorernes tillid og således bevare adgangen til markederne efter den indledende periode. Renten for de nyudstedte nationale obligationer vil dog stige på grund af deres efterstillede status. I sidste ende, når der er nået en rimelig høj andel af stabilitetsobligationer, kan markedet forventes at være likvidt, men dog mindre likvidt end hvis alle udstedelser var i stabilitetsobligationer, fordi de resterende nationale obligationer også vil have en vis markedsandel.

På den anden side vil forudsætningerne for udstedelse af stabilitetsobligationer have en noget mindre bindende karakter ved denne metode. Fastsættelse af et loft for udstedelsen af stabilitetsobligationer ville medvirke til at mindske den moralske hasard, idet der opretholdes en vis grad af markedsdisciplin gennem de resterende nationale udstedelser. Forholdet mellem moralsk hasard, markedsdisciplin og afsmitningsrisiko i forbindelse med fastsættelsen af et passende loft for stabilitetsobligationer er dog kompliceret. Et forholdsvis lavt loft for stabilitetsorganisationer (hvilket indebærer en stor mængde resterende national udstedelse) begrænser den moralske hasard, men udsætter medlemsstater, som allerede har en stor gæld, for en risiko for katastrofal misligholdelse af deres nationale obligationer. En sådan katastrofal misligholdelse ville have en afsmittende virkning på euroområdet som helhed. Et forholdsvis højt loft for stabilitetsorganisationer (hvilket indebærer en lille mængde resterende national udstedelse) øger risikoen for moralsk hasard, men betyder, at en medlemsstats eventuelle misligholdelse får knap så katastrofale virkninger og indebærer mindre

afsmitningsrisiko for euroområdet som helhed. Der vil stadig være brug for robuste rammer for at bevare budgetdisciplinen og den økonomiske konkurrenceevne på nationalt plan for at understøtte udstedelsen af stabilitetsobligationer, selv om markedsdisciplinen i forbindelse med bibeholdelsen af den nationale udstedelse måske indebærer en mindre dramatisk overdragelse af suverænitet end metoden, hvor der udelukkende udstedes stabilitets-obligationer. I mellemtiden vil det fastlagte loft også være afgørende for stabilitets-obligationens sandsynlige kreditvurdering. Et forholdsvis lavt loft ville understøtte kreditkvaliteten af stabilitetsobligationer ved at begrænse mængden af gæld, der er omfattet af solidarisk garanti[23]. Den solidariske garanti for stabilitetsobligationen forudsætter næsten helt sikkert traktatændringer.

Indfasningsforløbet for denne metode kan også tilrettelægges på forskellige måder afhængigt af den ønskede indførelseshastighed. Ved en fremskyndet indfasning vil en vis andel af euroområdets udestående statsobligationer blive erstattet af stabilitetsobligationer på en forud fastsat dato under anvendelse af forud fastsatte faktorer. Dette vil hurtigt skabe en kritisk masse af udestående stabilitetsobligationer og et tilstrækkeligt likvidt marked med en fuldstændig benchmarkafkastkurve. Det kan imidlertid medføre, at de fleste medlemsstater når deres loft på konverteringstidspunktet, og at de ville være nødt til fortsat at udstede nationale obligationer på kapitalmarkederne. Under de nuværende markedsforhold kan det være en ulempe for nogle medlemsstater. Ved en mere gradvis indfasning ville alle (eller næsten alle) medlemsstaternes nye bruttoudstedelser være i stabilitetsobligationer, til loftet for udstedelse af stabilitetsobligationer nås. Da der i flere år udelukkende (eller næsten udelukkende) vil blive udstedt stabilitetsobligationer bidrager denne metode til at mindske markedspresset og giver sårbare medlemsstater tid til, at reformerne kan få virkning. Der er dog særlige problemstillinger i overgangsperioden, fordi stærkt gældstyngede lande typisk har større og hyppigere gældsforlængelser (rollovers). Medmindre andet er aftalt, vil deres gældsudskiftning med stabilitetsobligationer op til loftet forløbe overgennemsnitligt hurtigt, medens den for lande med lavere gæld end loftet vil tage længere tid. Som følge heraf vil den individuelle risiko, som en eventuel solidarisk garanti dækker, blive skævvredet, så den er højere i overgangsperioden, medens likviditetsvirkningen, som skulle kompensere AAA-lande, stadig vil være lille. Dette særlige forhold skal der muligvis tages højde for i den politisk styrings højde for i den politiske styring. Et alternativ kunne være på forhånd at fastsætte årlige lofter, der langsomt stiger fra nul til den ønskede langsigtede værdi.

På grund af behovet for traktatændringer kan denne metode, ligesom metode nr. 1, tage lang tid at gennemføre, selv om de knap så omfattende ændringer af den økonomiske og finanspolitiske styring på grund af markedets signal- og disciplinvirkning, kan gøre gennemførelsesprocessen mindre kompliceret og tidskrævende.

---

[23] Forslaget fra Bruegel fastsætter loftet til 60 % af BNP med Maastricht-traktatens kriterium som reference, men der findes også andre forslag med endnu lavere lofter. Det er blevet fremført, at et tilstrækkelig lavt loft nærmest garanterer nul risiko for misligholdelse for Eurobonds. Det er en standardantagelse ved prissætningen af misligholdelsesrisikoen, at 40 % af gælden kan inddrives i tilfælde af misligholdelse. Anvendes denne antagelse på statsobligationer, indebærer fastsættelsen af et loft under denne inddrivelsesprocent, at obligationsgæld udstedt under den fælles ordning under alle omstændigheder er dækket.

Tekstboks 3: Gældsindfrielsespagt og sikre obligationer

Som et specifikt eksempel på metoden med delvis substitution kan nævnes, at det tyske Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung i deres årsrapport 2011/12[24] fremlagde et for forslag om sikre obligationer som led i en strategi for nedbringelse af gælden i euroområdet, der tager sigte på at bringe det offentlige gældsniveau ned under det loft på 60 %, som er fastsat i Maastricht-traktaten.

En af hjørnestenene i strategien er en såkaldt gældsindfrielsesfond. Indfrielsesfonden skal for alle euroområdets medlemsstater samle den offentlige gæld, som overstiger 60 % af det enkelte lands BNP. Fonden ville være baseret på fælles garanti. Hvert deltagende land vil i henhold til en fastlagt konsolideringsstrategi være forpligtet til autonomt at indløse den overførte gæld over en periode på 20 til 25 år. Den fælles garanti i tilbagebetalingsperioden betyder, at obligationerne er sikre. I praksis vil indfrielsesfonden udstede sikre obligationer og indtægterne anvendes af de deltagende lande til at dække deres på forhånd aftalte aktuelle finansieringsbehov til indfrielse af udestående obligationer og til nye lån. Gældsoverførslen sker gradvis over ca. fem år. Medlemsstater med en gæld på over 60 % af BNP vil derfor ikke skulle søge finansiering på markederne i indkøringsfasen, så længe den på forhånd aftalte gældsnedbringelsesstrategi følges. Efter indkøringsfasen vil niveauet for udestående gæld i euroområdet omfatte: i) national gæld op til 60 % af et lands BNP og ii) gæld overført til indfrielsesfonden, hvilket er den resterende gæld på overførselstidspunktet. Der er stadig åbne spørgsmål, som f.eks. hvad fondens risiko er, og hvilken prioritet fondens obligationer får i praksis, hvis de anvendes som sikkerhed.

Den foreslåede gældsindfrielsespagt kombinerer (midlertidig) fælles udstedelse og strenge forskrifter om budgetjusteringer. Det drejer sig ikke om et forslag om stabilitetsobligationer i henhold til denne grønbog i den forstand, at den fælles udstedelse er midlertidig og kun anvendes for medlemsstater med en offentlig gæld på over 60 % af BNP. I stedet foreslås at indføre et midlertidigt finansieringsværktøj, som vil give alle medlemsstater i euroområdet tid og finansielt pusterum til at bringe deres gæld ned under 60 % af BNP. Når dette mål er nået, sker der en automatisk afvikling af fonden og de sikre obligationer. Sikre obligationer er derfor snarere et krisestyringsværktøj end et middel til varig integration af euroområdets statsobligationsmarkeder. Selv om der kun er tale om en midlertidig foranstaltning, kunne gældsindfrielsespagten medvirke til at løse det aktuelle gældsproblem.

2.3. Metode nr. 3: Delvis substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med pro rata-garanti

Med denne metode substitueres de nationale obligationer kun delvis med stabilitetsobligationer og understøttes med pro rata-garanti af medlemsstaterne i euroområdet[25]. Denne metode er forskellig fra metode nr. 2, for så vidt som medlemsstaterne fortsat hæfter for deres respektive andel af de udstedte stabilitetsobligationer og for deres nationale udstedelser. Problemstillingerne vedrørende fordelingen mellem stabilitetsobligationer og nationale obligationer, herunder fastsættelse af et loft for udstedelse af stabilitetsobligationer, er stort set de samme.

[24] Offentliggjort den 9. november 2011: http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrsgutachten.html, afsnit 9-13 og 184-197.

[25] Denne metode blev overvejet i Giovannini-gruppens rapport (2000), dog med decentral udstedelse, og blev for nylig foreslået af de Grauwe og Moesen (2009), Monti (2010) og Juncker og Tremonti (2010).

Med denne metode er der færre fordele ved en fælles udstedelse af stabilitetsobligationerne, men der er også tilsvarende færre forudsætninger, som kræves opfyldt. Den moralske hasard afbødes på grund af pro rata-garantien. Medlemsstaternes udstedelser nyder ikke godt af en anden medlemsstats eventuelt højere kreditkvalitet. Desuden vil den fortsatte udstedelse af nationale obligationer gøre, at medlemsstaterne følges og bedømmes af markedet, hvilket vil have en yderligere og sommetider måske stærkt afskrækkende virkning på uansvarlig finanspolitisk adfærd. Selv om denne metode ville være mindre velegnet til at fremme de finansielle markeders effektivitet og stabilitet, vil den være lettere og hurtigere at gennemføre. Da der er tale om pro rata-garanti, vil medlemsstater med høje markedsrisikopræmier få langt mindre fordel af lavrente-medlemsstaters kreditværdighed, end det er tilfældet for metode nr. 2 og navnlig metode nr. 1. I dette perspektiv vil det potentielle bidrag, som metode nr. 3 kan yde til afbødningen af statsgældskrisen i euroområdet, og dens mulige konsekvenser for den finansielle sektor være meget mere begrænset. Men eftersom denne metode vil kunne gennemføres meget hurtigere, vil den i modsætning til de to andre metoder eventuelt kunne hjælpe med at løse den aktuelle statsgældskrise.

De vigtigste spørgsmål i forbindelse med denne metode vil være arten af den garanti, der ligger til grund for stabilitetsobligationen. I mangel af en forbedret kreditrisiko vil kreditkvaliteten for en stabilitetsobligation understøttet af pro rata-garantier i bedste fald være det (vægtede) gennemsnit af kreditkvaliteten for medlemsstaterne i euroområdet. Det kan endog bestemmes af kreditkvaliteten af lavestvurderede medlemsstat, medmindre obligationerne i alle medlemsstater gives en troværdig prioritetsstilling i forhold til nationale obligationer (se nedenfor). Det kunne mindske accepten af instrumentet blandt investorer og medlemsstaterne med en høj vurdering og mindske fordelene ved stabilitetsobligationerne, herunder navnlig deres robusthed i økonomiske krisetider.

I forbindelse med denne metode kan kvaliteten af de underliggende garantier forbedres for at øge accepten af stabilitetsobligationerne. Medlemsstaterne kan give prioritet til gældsbetjeningen for stabilitetsobligationer. Medlemsstaterne kunne desuden stille sikkerhed i form af kontanter og guldbeholdninger, der er langt over behovene i de fleste EU-lande, og de kan øremærke specifikke skatteindtægter til betjening af stabilitetsobligationsgæld. I højere grad end for metode nr. 2, hvor den fælles del understøttes af solidarisk garanti, bygger gennemførligheden af denne metode på fællesudstederens prioritetsstatus og på et forsigtigt loft for den fælles udstedelse. Det understreger behovet for en omhyggelig analyse af følgerne af denne metode for aktuelle obligationer i omløb, som eventuelt har negative klausuler, og behovet for indkredsning af passende løsninger.

Under normale omstændigheder burde de samlede gældsomkostninger for et land være konstante eller faldende, medens marginalomkostningerne for gælden ville stige. Det burde medvirke til at begrænse den moralske hasard og fremme budgetdisciplin, også selv om der ikke er nogen særlig form for forbedret styring og budgetovervågning. Stabilitetsobligationerne vil således være et forbindelsesled til den nye pakke om økonomisk styring og øge dens effektivitet, hvis de beløb, der skal finansieres via en fælles udstedelse, fastlægges i nær tilknytning til de finanspolitiske mål, der er fastlagt i stabilitetsprogrammet og skaber stærke incitamenter til hurtigt at reducere den samlede gæld[26]. Traktatændringer er ikke

[26] En lignende metode, som formodentlig forudsætter en traktatændring, blev foreslået af Bini-Smaghi; der er tale om en euroobligation med pro rata-garanti, men med ret til at udstede beviser for gæld overført fra medlemsstaterne til en overnational instans. Gældsbeviserne kunne udstedes op til de niveauer, der er aftalt i Rådet i forbindelse med den årlige godkendelse af stabilitetsprogrammerne, hvilket ville gøre det umuligt at udstede gældsbeviser for at dække udgifter ud over det loft, der

nødvendige i denne sammenhæng. At fastholde stabilitetsobligationernes kreditkvalitet vil sandsynligvis kræve afledt ret, som fastlægger stabilitetsobligationernes prioriterede status.

Alternativerne vedrørende håndteringen af gamle obligationer og deres respektive fordele og ulemper er lig med dem, der er beskrevet for metode nr. 2.

Denne metode vil forholdsvis hurtigt kunne implementeres. Denne metode kræver ikke ændringer af EU-traktaten, men afledt ret kan være nyttig til at styrke princippet om prioritetsstatus. Der er desuden kun tale om en delvis substitution af nationale obligationer med stabilitetsobligationer.

2.3.1. Kombination af metoderne

Da omfanget, ambitionerne og den krævede gennemførelsestid er forskellig for de tre metoder, kunne de også kombineres. Metode nr. 1 kan betragtes som den mest ambitiøse, som vil give de bedste resultater for så vidt angår markedsintegration og forbedret stabilitet, men det kan tage lang tid at gennemføre den. Omvendt vil metode nr. 3, der har et anderledes omfang og en anderledes garantistruktur, sikkert kunne omsættes meget hurtigere. Der er derfor en vis trade-off mellem ambitionsniveauet og stabilitetsobligationers omfang på den ene side og den mulige gennemførelseshastighed på den anden side. For at undgå denne trade-off kan de forskellige metoder kombineres som på hinanden følgende trin i en gradvis gennemførelsesproces: En forholdsvis tidlig indførelse baseret på en delvis substitution og pro rata-garanti kombineret med en køreplan for yderligere udvikling af instrumentet og den tilhørende strammere styring. En sådan forud fastlagt politisk køreplan kunne bidrage til at sikre markedets accept af stabilitetsobligationer lige fra begyndelsen.

2.3.2. Virkninger for EU-medlemsstater uden for euroområdet og tredjelande

Deltagelse i samarbejdet om stabilitetsobligationer er normalt kun beregnet på medlemsstaterne i euroområdet[27]. Det skyldes medlemsstaternes forståelige ønske om at udstede gældsbeviser og bevare markederne i deres egen valuta og det forhold, at e-obligationer kan udgøre del af rammerne for en højere grad af økonomisk og politisk integration. Medlemsstaterne vil dog ikke desto mindre blive påvirket af indførelsen af stabilitetsobligationer, som ledsages af en styrket ramme for økonomisk styring. Den finansielle stabilitet i euroområdet, som fremmes gennem stabilitetsobligationer, ville også have en direkte og væsentlig stabiliserende virkning på de finansmarkeder og -institutioner i disse lande. Det samme gælder for tredjelande i det omfang, de har en økonomisk og finansiel forbindelse med euroområdet. På den anden side kan stabilitetsobligationer fra et meget stort og sundt marked for sikre aktiver føre til hårdere konkurrence mellem finansmarkederne om investorernes interesse.

Tabel 1: Oversigt over de tre vigtigste metoder

	Metode nr. 1	Metode nr. 2	Metode nr. 3
Hovedtræk			
– Grad af substitution af	Fuldstændig	Delvis	Delvis

fastsættes hvert år. På denne måde skabes en "gældsbremse", som ville tvinge et land til at træffe en tidlig beslutning, når den offentlige gæld kommer for tæt på det aftalte loft.

[27] Selv om det navnlig under metode nr. 3 synes tænkeligt, at medlemsstater uden for euroområdet ville kunne deltage.

nationale udstedelser med stabilitetsobligationer			
– Garantistruktur	Solidarisk garanti	Solidarisk garanti	Pro rata-garanti (ikke solidarisk garanti) + forbedringer
Vigtigste virkninger			
– for de gennemsnitlige finansierings-omkostninger 1) for stabilitets-obligationer som helhed 2) tværnationalt	1) Middelstor positiv virkning fra meget stor likviditet, dog stærk moralsk hasard. 2) Stor omfordeling af fordele fra højrentelande til lavrente-lande	1) Middelstor positiv virkning fra middel likviditet og begrænset moralsk hasard 2) Mindre omfordeling af fordele fra højrentelande til lavrente-lande. Noget markedspres på medlemsstater med højt gældsniveau og lav kreditvurdering	1) Middelstor positiv virkning, lavere likviditetsvirkning og fornuftigere politikker udløst af bedre markedsdisciplin 2) Ingen virkning tværnationalt. Stærkere markedspres på medlemsstater med højt gældsniveau og lav kreditvurdering
– for moralsk hasard (uden strammere styring)	Store	Middelstore, men der er stærke markeds-incitamenter til at holde budgetdisciplin	Små, men der er stærke markedsincitamenter til at holde budgetdisciplin
– for den finansielle integration i Europa	Store	Middelstore	Middelstore
– for EU-finans-markedernes tiltrækningskraft på verdensplan	Store	Middelstore	Middelstore
– for stabiliteten på finansmarkederne	Store	Store, men nogle problemer i tilfælde af et uholdbart niveau af nationale udstedelse	Små, men kan bidrage til at løse den aktuelle krise på grund af den hurtige gennemførelse
Retlige overvejelser	Sandsynligvis traktatændring	Sandsynligvis traktatændring	Traktatændring ikke nødvendig. Afledt ret kan være nyttig.
Gennemførelsestid	Lang	Mellemlang til lang	Kort

3. DE FINANSPOLITISKE RAMMER FOR STABILITETSOBLIGATIONER

3.1. Baggrund

Den finanspolitiske overvågnings rammer er allerede blevet styrket med den seneste reform af stabilitets- og vækstpagten, herunder med nye håndhævelsesmekanismer. De bør styrkes yderligere på kort sigt, herunder især for de af euroområdets medlemsstater, der er omfattet af en procedure i forbindelse med et uforholdsmæssigt stort underskud og/eller har anmodet om eller modtager finansiel støtte, og i overensstemmelse med de seneste konklusioner fra euroområdets stats- og regeringschefer og Kommissionens forslag til to nye forordninger baseret på artikel 136:

– Forslaget til en forordning om fælles bestemmelser med henblik på overvågning og evaluering af udkast til budgetplaner og sikring af, at uforholdsmæssigt store underskud i medlemsstaterne i euroområdet korrigeres har det tredobbelte formål, a) at supplere det europæiske semester med en fælles budgetkøreplan, som sigter mod en bedre synkronisering af de vigtige trin i forbindelse med udformningen af de nationale budgetter, b) at supplere systemet med multilateral overvågning af budgetpolitikker (den forebyggende del af stabilitets- og vækstpagten) med nye overvågningskrav for at sikre, at der tages passende hensyn til Unionens politiske henstillinger på budgetområdet i forbindelse med udformningen af de nationale budgetter, og c) at supplere proceduren for korrektion af en medlemsstats uforholdsmæssigt store underskud (den korrigerende del af stabilitets- og vækstpagten) med en skærpet overvågning af budgetpolitikken i medlemsstater, over for hvilke der er indledt en procedure i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud, for at sikre en rettidig og varig korrektion af uforholdsmæssigt store underskud

– Forslaget til en forordning om skærpet overvågning sikrer, at en medlemsstat i euroområdet bør være underlagt skærpet overvågning, når den oplever eller risikerer at opleve alvorlig finansiel uro, for hurtigt at vende tilbage til en normal situation og beskytte de øvrige medlemsstater i euroområdet mod en eventuel negativ afsmittende virkning.

Disse to nye forordninger udgør sammen med de gennemgribende ændringer som følge af reformen af stabilitets- og vækstpagten et solidt grundlag for en styrket samordning af finanspolitikken i medlemsstaterne i euroområdet.

Stabilitetsobligationer skaber dog stadig risiko for moralsk hasard og kræver en yderligere styrkelse af rammerne, afhængigt af den valgte metode. Sådanne styrkede rammer har tre dimensioner:

– Det vil være berettiget med øget overvågning og indgriben i udformningen og gennemførelsen af de nationale budgetpolitikker, som går ud over de seneste forslag. Desuden ville betjeningen af stabilitetsobligationer være fuldt sikret.

– Samtidig kan det, at der findes stabilitetsobligationer, grundlæggende forandre budgetprocedurerne, navnlig gennem allokeringsmekanismer, og udgøre et værktøj til effektiv håndhævelse af regelbaserede rammer for finanspolitikker.

– Der kunne stilles finanspolitiske betingelser for at kunne være med i ordningen for stabilitetsobligationer med det formål at styrke troværdigheden af både nuværende tilpasningsplaner og fremtidige planer, når ordningen fungerer.

3.2. Øget overvågning og indgriben i de nationale finanspolitikker

De nylige og kommende reformer af overvågningen skaber et godt grundlag for at begrænse risiciene, men der er behov for yderligere foranstaltninger. En sådan udvidelse af rammerne kunne gælde EU-overvågningen og de nationale budgetrammer.

Ligesom for de ændringer, der drøftes i øjeblikket, vil dette indebære en grundigere gennemgang af budgetforslag, ikke kun for finansielt nødstedte lande, men for alle deltagende medlemsstater. Det kan være nødvendigt med EU's godkendelse af budgetterne for de deltagende medlemsstater under visse omstændigheder, f.eks. ved et stort gælds- eller underskudsniveau. Der vil desuden være behov for meget stærkere overvågningsrammer for budgetgennemførelsen. Sådanne rammer kunne bl.a. omfatte regelmæssig rapportering på fælles "budgettræf", udvikling af varslingsmekanismer baseret på finanspolitiske resultattavler og mulighed for en faktisk korrektion af overskridelser under budgetgennemførelsen - f.eks. ved udtrykkeligt forudgående at tage højde for budgetreserver hertil i planlægningen og ved kun at sætte bekostelige nye foranstaltninger i kraft, hvis budgetgennemførelsen forløber planmæssigt.

De nationale finanspolitiske rammer vil blive styrket på relativt kort sigt med gennemførelsen af direktivet om finanspolitiske rammer (som faktisk kunne fremskyndes). Desuden er der drøftelser i gang om at gå endnu længere, bl.a. ved at indføre regler med henblik på at overtage stabilitets- og vækstpagtens rammer i den nationale lovgivning, helst på forfatningsniveau, og med passende håndhævelsesmekanismer. Andre mulige vigtige styrkelser af de nationale rammer omfatter bl.a. vedtagelse af bindende mellemfristede rammer, uafhængige organer til at vurdere de tilgrundliggende antagelser for de nationale budgetter og effektive samordningsmekanismer mellem de forskellige niveauer i den offentlige forvaltning. Hvad angår sidstnævnte punkt, vil sammenlægningen af gæld på europæisk plan give yderligere grund til yderligere indbyrdes tilnærmelse af gældsforvaltningen i den offentlige forvaltnings delsektorer.

De nationale rammer har også en vigtig rolle at spille, når det gælder at støtte overvågningen på EU-plan. F.eks. ville fælles frister for udarbejdelsen af budgetter lette EU's overvågning (og kan i praksis være nødvendig for at kunne fastlægge allokeringen af stabilitetsobligationer). Tilsvarende er en korrekt overvågning af budgetgennemførelsen på EU-niveau afhængig af fornuftige nationale ordninger herfor, hvilket kunne give anledning til at vedtage fælles standarder for kontrol og offentliggørelse.

Der skal etableres et system, som på en troværdig måde sikrer fuld gældsbetjening for hver medlemsstat, der drager fordel af udstedelsen af stabilitetsobligationer. Det indebærer, at betjeningen af stabilitetsobligationer eller mere specifikt betalingen af renter på fælles udstedelser under ingen omstændigheder må kunne drages i tvivl. Én mulighed for at nå dette mål er at overdrage omfattende indgrebsbeføjelser til EU-niveauet i tilfælde af alvorlige finansielle vanskeligheder, herunder muligheden for at sætte den misligholdende medlemsstat under en eller anden form for "administration". En anden mulighed, som allerede nævnt i det foregående afsnit, som måske vil være et knap så omfattende indgreb i den nationale suverænitet, vil være at indføre en bestemmelse om, at de deltagende lande skal indføre en klausul om, at gældsbetjeningen af stabilitetsobligationer prioriteres højere end alle

andre udgifter i det nationale budget. Sådanne regler vil skulle have streng retskraft, formodentlig på forfatningsniveau. Herudover og i overensstemmelse hermed skal forpligtelser i forhold til stabilitetsobligationer have fortrin frem for eventuelle (resterende) nye nationale udstedelser.

3.3. Stabilitetsobligationer som en del af en forbedret finanspolitisk ramme

Selv om stabilitetsobligationer skaber en risiko for moralsk hasard, vil de sandsynligvis grundlæggende forandre betingelserne for udformningen og gennemførelsen af budgetpolitikker. Det skyldes især, at europæiske retningslinjer for nationale budgetpolitikker vil blive omsat til konkrete tal gennem selve processen for fastsættelse af deltagende medlemsstaters låneallokeringer. I praksis vil udstedelsen af stabilitetsobligationer for alle de anførte metoder medføre, at der forudgående fastsættes lofter for den nationale låntagning, hvilket ville fastlægge rammerne for eller i det mindste påvirke de nationale budgetter, især hvis der er tale om en vidtgående metode (dvs. metode nr. 1), hvor stabilitetsobligationer forventes at dække alle eller størsteparten af de deltagende landes nye finansieringsbehov. I dette perspektiv kan stabilitetsobligationer ikke blot betragtes som en potentiel kilde til moralsk hasard, men også som en drivkraft for en bedre samordning af budgetpolitikkerne gennem en effektiv håndhævelse af en regelbaseret ramme.

Hvis stabilitetsobligationer skal tilvejebringe hele eller størstedelen af den offentlige finansiering (dvs. metode nr. 1), skal der være klare principper for rammebestemmelserne vedrørende allokeringer af stabilitetsobligationer under ordningen:

1) *Den maksimale allokering skal baseres på tilstrækkeligt solide finanspolitiske regler,* hvorved rammerne for stabilitets- og vækstpagten er et naturligt grundlag. Reglerne vil dermed give stærke incitamenter til en ansvarlig finanspolitisk adfærd.

2) *Retningslinjerne vil skulle omfatte en vis fleksibilitet* til at håndtere uventede udviklinger og for at mindske risikoen for en procyklisk politik. Et centralt spørgsmål vil være, hvorvidt den finanspolitiske fleksibilitet til at reagere på chok, enten på landeniveau eller euroområdet som helhed, skal nås ved at udstede yderligere stabilitetsobligationer, eller om man ville være nødt til at forlade sig på nationale udstedelser (hvis det stadig er muligt). Jo mere fleksibilitet, der indbygges i systemet, jo større er behovet for begrænsningsmekanismer (såsom kontrolkonti) for at sikre, at fleksibiliteten holder sig inden for aftalte grænser og "snigende gældssætning" undgås.

3) *Reglerne bør sandsynligvis også omfatte en form for "gradueret reaktion" på en uhensigtsmæssig finanspolitisk udvikling*. Denne graduering kan have form af skærpet overvågning og/eller indgriben i den nationale finanspolitik, som nævnt i det foregående.

Desuden kan der indbygges finansielle incitamenter til en fornuftig finanspolitik i systemet. Rentesatserne for stabilitetsobligationer bestemmes ganske vist af markedet, men finansieringsomkostningerne kunne differentieres fra den ene medlemsstat til den anden, afhængigt af deres budgetstillinger eller finanspolitik, eller deres kreditværdighed på markedet, som afspejles i risikopræmien for nationale udstedelser i forhold til fælles udstedelser. Dette vil give incitament til at føre en fornuftig finanspolitik i systemet og vil ligne markedsdisciplin, men dog på en blødere og mere konsekvent måde, end det sker på

markederne. Et sådant incitament, som automatisk ville optræde i forbindelse med metoden med pro rata-garanti, kunne forbedres yderligere med "strafrenter" i tilfælde af afvigelser fra planerne.

3.4. Finanspolitiske betingelser for at være med i systemet

Med sigte på virkelig at gøre stabilitetsobligationerne stabilitetsfremmende kunne man også fastsætte makroøkonomiske og finanspolitiske betingelser for medlemsstaternes tiltræden og forbliven i systemet. F.eks. kunne medlemsstaterne nægtes adgang til stabilitetsobligationer, hvis de ikke har overholdt deres forpligtelser i henhold til stabilitets- og vækstpagten, eller i henhold til en styrket finanspolitisk ramme. Alternativt kan medlemsstater, som ikke overholder deres finanspolitiske mål, blive pålagt at stille (yderligere) sikkerhed for nyudstedelser af stabilitetsobligationer, eller de kan blive pålagt et rentetillæg. Adgangsbegrænsning kan også fastsættes som en funktion af graden af manglende overholdelse, dvs. for hver afvigelse (procent af BNP) af det offentlige budget nedsættes retten til at udstede stabilitetsobligationer med en vis mængde procentpoint af BNP.

Denne fremgangsmåde forventes at have en række fordele:

– For det første ville medlemsstaterne - i det omfang, de ønsker at være med stabilitetsobligationssystemet - have yderligere incitamenter til fuldt ud at gennemføre den konsoliderings- og reformindsats, de allerede er i gang med, på en måde, der ikke er ulig konvergensindsatsen i forbindelse med euroens indførelse.

– For det andet vil finansmarkederne og samfundet som helhed anse konsolideringsplaner for at være mere troværdige, hvis der er udsigt til stabilitetsobligationer. Udsigten til, at et land deltager i stabilitetsobligationerne, kunne således øge tilliden i løbet af ret kort tid. En sådan fornyet tillid kunne faktisk lette de finanspolitiske tilpasninger i nogle lande.

– Endelig vil stærke finanspolitiske betingelser for tiltræden og fortsat deltagelse kunne bidrage til at mindske gældskvoterne og lånebehovene, før de respektive lande deltager i stabilitetsobligationerne. På denne måde vil risikopræmierne og rentesatserne for stabilitetsobligationer kunne sænkes.

En sådan fremgangsmåde indebærer, at medlemsstaterne ville være nødt til at opretholde muligheder for restfinansiering, hvis de ikke opfylder betingelserne. Stabilitetsobligationer ville derfor ikke nødvendigvis erstatte hele obligationsudstedelsen i medlemsstaterne i euroområdet. Det vil også være nødvendigt at udpege en institution eller et organ, som skal være ansvarlig for at overvåge overholdelsen af disse kriterier (f.eks., men ikke nødvendigvis, et centralt gældsforvaltningsagentur).

4. GENNEMFØRELSE

4.1.1. Organisationsspørgsmål

Der er en række tekniske spørgsmål, som skal besvares i forbindelse med organisationen af udstedelser af stabilitetsobligationer. Det vigtigste er at fastlægge den institutionelle struktur for finansieringstransaktioner, dvs. hvorvidt der skal oprettes et centralt gældsforvaltningsagentur, eller om de væsentlige funktioner kunne varetages decentralt af de nationale statskasser og gældsforvaltningsinstanser. Vælges en decentraliseret fremgangsmåde, vil udstedelser skulle gennemføres på grundlag af ensartede vilkår og

procedurer, som vil kræve en høj grad af samordning. Ved en centraliseret fremgangsmåde ville man kunne undgå samordningen af obligationsudstedelser, men den forudsætter stadig fremsendelse af detaljerede og pålidelige oplysninger om medlemsstaternes finansieringsbehov, således at udstedelserne kan planlægges. Med hensyn til udformningen af en central udstedelse kan der tænkes flere muligheder, herunder: a) Europa-Kommissionen fungerer som gældsforvaltningsagentur, hvilket giver en hurtig indførelse af stabilitetsobligationen og gør det muligt at anvende den som et instrument til håndtering af den aktuelle krise; eller b) EFSF/ESM kunne omdannes til et fuldt gældsforvaltningsagentur; eller c) der oprettes[28] et nyt EU-gældsforvaltningsagentur, som først vil være operationelt efter nogen tid. De nøjagtige forvaltningsomkostninger i forbindelse med indførelsen af stabilitetsobligationer kan ikke beregnes, uden at alle øvrige detaljer er fastlagt på forhånd. Deres størrelse vil også have konsekvenser for medlemsstaternes budgetter.

Et vigtigt teknisk spørgsmål er, hvordan et centralt gældsforvaltningsagentur viderelåner de indkomne midler til medlemsstaterne. I princippet er der to måder, som også kan kombineres: a) viderelån i form af direkte lån, hvor medlemsstaten modtager sin finansiering via en låneaftale, og b) gældsforvaltningsagenturets direkte køb af alle eller den aftalte mængde af statsobligationer fra medlemsstaterne på det primære marked. Mulighed b) gør, at gældsforvaltningsagenturet også kunne købe udestående statsobligationer på det sekundære marked, hvis det er nødvendigt.

Indfrielsen af obligationer skal også tilrettelægges. Den nemmeste måde at gøre dette på er at de nationale myndigheder foretager overførsler til det udstedende organ, som så organiserer tilbagebetalingen til obligationsindehaverne. For at sikre, at markedsdeltagerne kan have tillid til, at betjeningen af gæld altid er garanteret, og at forsinkede betalinger ikke vil forekomme, vil gældsforvaltningsagenturet skulle udstyres med en stabil og forudsigelig indtægtsstrøm. Medlemsstaterne vil skulle garantere organets forpligtelser, men det må undersøges, om dette er tilstrækkeligt, eller om der skal stilles supplerende sikkerhed, f.eks. i form af kontantbeholdninger. De nuværende nationale gældsforvaltningsorganer er en del af de nationale finansinstitutioner, og er understøttet af statens beføjelser til at opkræve skatter. For et supranationalt gældsforvaltningsagentur vil der ikke være en sådan direkte forbindelse til skatteindtægter, og det kan mindske markedets accept af de gældsinstrumenter, der påtænkes udstedt.

Selv med stabilitetsobligationer vil der være behov for likviditetsstyring i medlemsstaternes. Det kan i praksis være næsten umuligt at udforme udstedelsen af obligationer på en sådan måde, at den stemmer fuldstændig overens med medlemsstaternes betalingsstrømme. Der vil derfor være et behov for at supplere stabilitetsobligationer med daglig likviditetsstyring, som kan overlades til de nationale myndigheder. En mulighed er, at udstedelsen af stabilitetsobligationer fokuseres på mellemfristede finansieringsbehov, og at de nationale myndigheder forvalter deres betalingsprofiler ved hjælp af kortfristede indlån og lån eller statsgældsbeviser. Uanset organisationsstrukturen skal der udvikles procedurer til at samordne de enkelte medlemsstaters finansieringsplaner med henblik på at uddybe benchmarkspørgsmål og konstruere en fuldstændig benchmarkafkastkurve.

[28] I en overgangsperiode kunne der være et kommissionsagentur med personale fra Kommissionen og midlertidigt ansat personale fra de nationale gældsforvaltningsinstanser, som senere kunne omdannes til et gældsforvaltningsagentur, hvis det er relevant.

4.1.2. Forholdet til ESM

Etableringen af et organ, som udsteder fælles stabilitetsobligationer for medlemsstaterne i euroområdet, kan nødvendiggøre en afklaring af fordelingen af opgaverne i forhold til den europæiske stabiliseringsmekanisme. I princippet er der to hovedsynspunkter: ESM kan anses for materielt overflødig, da fælles udstedelse kombineret med regler om skærpet budgetovervågning kunne få til opgave at organisere den almindelige finansiering for medlemsstaternes regeringer og ekstraordinær supplerende finansiering i tilfælde af alvorlige vanskeligheder for en medlemsstat. Det er dog ikke sikkert, at en sammenblanding af gældsforvaltnings- og nødfinansieringsopgaver er optimal; og det kan føre til forvirring om de respektive roller, til en svækkelse af incitamenter og styringen, og til en overdrevent kompliceret finansieringsinstitution. ESM kunne derfor godt fortsætte som en separat udsteder af gældsbeviser, som har til formål at organisere og opfylde ekstraordinære finansieringsbehov.

Det valgte samspil med ESM afhænger også af, hvilken metode der vælges i forbindelse med stabilitetsobligationer. ESM kan betragtes som ret overflødigt, hvis metode nr. 1 for stabilitetsobligationer vælges. Ved denne metode dækkes medlemsstaternes finansieringsbehov næsten fuldstændigt, og ekstraordinære supplerende finansieringsbehov kunne også opfyldes. Situationen synes langt mindre klar, hvis man vælger metode nr. 2 eller 3, idet medlemsstaterne fortsat ville udstede nationale obligationer parallelt med fælles udstedelse af stabilitetsobligationer. Man kunne også overveje at benytte ESM-rammerne som det første skridt hen imod stabilitetsobligationer. Da ESM bygger på pro rata-garanti fra medlemsstaternes side, ville en gradvis indførelse af stabilitetsobligationer med pro rata-garanti (men ikke solidarisk garanti), dvs. baseret på metode nr. 3, kunne dækkes af ESM-finansiering og -udstedelse, som ville omfatte mere end den nuværende opgave med at yde ekstraordinær finansiel bistand. I princippet kunne solidarisk garanti anvendes for ESM på et senere tidspunkt.

4.1.3. Retlige rammer for udstedelse

Det skal også overvejes, hvordan de retlige rammer for udstedelsen af stabilitetsobligationer skal se ud. I øjeblikket udstedes statsobligationer i henhold til national lovgivning. For internationale obligationsudstedelser anvendes engelsk lov, eller, hvis det amerikanske marked er målet, New York-lovgivning. En tilsvarende EU-lovgivning, som kunne anvendes på udstedelsen af stabilitetsobligationer, findes ikke. Selv om det er almindelig praksis at anvende udenlandsk lovgivning for internationale obligationsudstedelser, kunne det blive problematisk, hvis al offentlig gæld var omfattet af Det Forenede Kongeriges eller USA's lovgivning, da den angelsaksiske retspraksis er forskellig fra retssystemet i mange medlemsstater. Man ville også skulle enes om den relevante domstol.

4.1.4. Dokumentation og markedskonventioner

Der vil være behov for en afgørelse om finansieringsmuligheder, værdipapir-karakteristika og markedskonventioner. En etableret udsteder vil foretrække auktioner til udstedelsen. Syndikering har den fordel, at finanssektoren er involveret i markedsføringen af instrumenterne, og prissætningen af et værdipapir er mere forudsigelig. Herudover kan der typisk udbydes større beløb via syndikering, idet den også når småinvestorer. Derudover skal der fastlægges visse værdipapirkarakteristika og markedskonventioner. De vigtigste af disse er beskrevet i bilag 4.

4.1.5. Regnskabsspørgsmål

Et yderligere spørgsmål, som skal afklares, er hvordan stabilitetsobligationer håndteres i henhold til nationale regnskabsregler. Det må navnlig undersøges, hvordan den nationale gældskvote påvirkes af stabilitetsobligationer under de forskellige garantistrukturer. Et andet vigtigt spørgsmål er nye emittenters karakter.

5. KONKLUSIONER OG DET VIDERE FORLØB

Stabilitetsobligationer udstedt i fællesskab af euroområdets medlemsstater har betydelige potentielle fordele. Det drejer sig bl.a. om en uddybning af det indre marked og om at gøre kapitalmarkederne mere effektive, at øge den finansielle sektors og den offentlige finansierings stabilitet og modstandsdygtighed over for chok, at øge interessen for euroområdets finansmarkeder og euroen på verdensplan og at mindske virkningen af overdreven markedspessimisme på de statslige låneomkostninger.

Indførelsen af stabilitetsobligationer er dog også forbundet med store udfordringer. Der skal findes overbevisende løsninger, hvis fordelene skal kunne udnyttes fuldt ud og de potentielt skadelige virkninger undgås. Der er navnlig brug for tilstrækkeligt robuste rammer for budgetdisciplin og økonomisk konkurrenceevne på nationalt plan og for mere indgribende overvågning af de nationale budgetpolitikker fra EU's side, herunder især, hvis der vælges en metode med solidarisk garanti, for at begrænse moralsk hasard blandt medlemsstaterne i euroområdet, for at understøtte stabilitetsobligationers kreditkvalitet og for at garantere retssikkerhed.

De mange muligheder for fælles udstedelse af stabilitetsobligationer kan opdeles i tre brede metoder. Metoderne omfatter fuldstændig substitution af nationale udstedelser med stabilitetsobligationer med solidarisk garanti, delvis substitution af nationale udstedelser med stabilitetsobligationer med en solidarisk garanti og delvis substitution af nationale udstedelser med stabilitetsobligationer med pro rata-garanti. Metoderne indebærer forskellige trade-offs mellem de forventede fordele og de forudsætninger, der skal være opfyldt.

Fordi der er tale om forskelligt omfang af de påkrævede ændringer af traktaten (TEUF), vil de forskellige metoder tage kortere eller længere tid at gennemføre. Den mest vidtrækkende metode, metode nr. 1, synes at kræve de mest omfattende traktatændringer og administrative forberedelser, både på grund af indførelsen af de fælles obligationer og den samtidige stramning af den økonomiske styring. Metode nr. 2 har også en lang tidshorisont. I modsætning hertil, lader metode nr. 3 til at kunne gennemføres uden store traktatændringer, og det giver den korteste gennemførelsestid.

Forslagene og konklusionerne i dette dokument er stadig af forberedende karakter, og listen over spørgsmål, der skal overvejes, er ikke nødvendigvis udtømmende. Dertil kommer, at mange af de potentielle fordele og ulemper kun præsenteres i kvalitativ henseende. En detaljeret kvantitativ bestemmelse af disse forskellige aspekter er vanskelig og/eller vil kræve mere analyse og input fra forskellige sider. I mange tilfælde peges der også på problemer, der skal løses, eller afgørelser, der skal træffes, men der er ikke nogen løsninger eller afgørelser endnu.

Det er absolut nødvendigt med mere analytisk arbejde og drøftelser for at komme med videre med spørgsmålene. En række af de centrale begreber, potentielle mål og fordele, krav

og gennemførelsesproblemer må overvejes og analyseres nærmere. I denne forbindelse er de vigtigste interesseparters synspunkter af afgørende betydning. Navnlig medlemsstaterne, aktørerne på finansmarkederne, finansmarkedernes brancheorganisationer, og akademikere i og uden for EU og den brede offentlighed bør høres. Resultaterne af denne høring bør afspejle sig i det opfølgende arbejde med en eventuel lancering af stabilitetsobligationer.

Kommissionen har derfor besluttet at igangsætte en bred høring[29] om denne grønbog, som afsluttes den [8. januar 2012][30]. Kommissionen vil indhente synspunkter fra alle interesseparter som nævnt ovenfor og rådføre sig med de andre institutioner. På baggrund af disse tilbagemeldinger vil Kommissionen fremsætte sine synspunkter på passende vis senest [i midten af februar 2012].

---

29 Bidrag kan sendes via alle normale kanaler, herunder til en særlig mailboks: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu; (websted: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

30 Af hensyn til en rettidig opfølgning, synes afvigelsen fra den normale høringsperiode på otte uger berettiget, eftersom ideen om stabilitetsobligationer/eurobonds allerede er blevet diskuteret i lang tid.

BILAG 1: Basistal om markederne for statsobligationer

Medlemsstat	Offentlig gæld			Statsgæld	Afkast af statsobligationer	CDS spreads	Kreditvurdering
	Mia. EUR ult. 2010	% af BNP ult. 2010	% af euro-området ult. 2010	% af BNP ult. 2010	% p.a., 10 år, 8.11.2011	Basispoint p.a., 5-årige kontrakter, 8.11.2011	Standard & Poor's, 8.11.2011
Belgien	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Tyskland	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Estland	1,0	6,7	0,0	3,3	Ikke relevant	Ikke relevant	AA-
Grækenland	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	Ikke relevant	CC
Spanien	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Frankrig	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Irland	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Italien	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Cypern	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	Ikke relevant	BBB-
Luxembourg	7,7	19,1	0,1	17,4	Ikke relevant	Ikke relevant	AAA
Malta	4,3	69	0,1	68,9	Ikke relevant	Ikke relevant	A
Nederlandene	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Østrig	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Portugal	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Slovakiet	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Slovakiet	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Finland	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Euroområdet	7 822,4	85,4	100	71,6	Ikke relevant	Ikke relevant	Ikke relevant
Til orientering, USA	*10 258*	*94,4*			*2,08*	*47,5*	*AA+*

Kilde: Eurostat, IMF, S&P, Bloomberg

BILAG 2: Kort gennemgang af litteraturen om stabilitetsobligationer

Akademikere, finansanalytikere og politiske beslutningstagere har udgivet mange skrifter om idéen om euro-obligationer (stabilitetsobligationer). I dette bilag sammenfattes de hidtil fremkomne indlæg herom, grupperet efter forslagenes grundtræk.

– *Kreditkvalitet og garantistruktur:* De fleste forfattere fremhæver betydningen af den status som "sikker havn" som euro-obligationer burde have, og som i givet fald vil vise sig i kreditvurderingen. Den højeste kreditkvalitet sikres hovedsagelig gennem garantistrukturen og/eller prioritetsstatus. Litteraturen peger på to grundlæggende garantityper, som bør indbygges i euro-obligationer: 1) solidarisk (Jones, Delpla og von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero og Missale, J.P. Morgan), hvor hvert land årligt garanterer hele udstedelsen af euro-obligationer, og 2) pro rata (Juncker og Tremonti, De Grauwe og Moesen, BBVA), hvor hvert land kun garanterer en fast andel af udstedelsen. Favero og Missale understreger, at en euro-obligation, der understøttes af solidariske garantier, kan mindske udsatheden for krisetransmission og smitte. Heroverfor argumenterer forfattere, der går ind for pro rata-garanti, at denne garantiform mindsker den moralske hasard. Capaldi kombinerer en pro rata-garanti med foranstaltninger, der styrker kreditkvaliteten (likviditetsbuffere, overgaranti, kapital osv.) for at sikre den højest mulige kreditvurdering. Delpla og Weizsäcker, Barclays Capital, Dübel foreslår, at man sikrer euro-obligationernes kreditkvalitet ved at give dem højere prioritet end nationale obligationer. Deres argument er, at selv i det ekstreme tilfælde, hvor der indtræder en statsbankerot, ville der være tilstrækkeligt store værdier til rådighed til at dække de højest prioriterede obligationer fuldt ud. Dübel foreslår en lidt anden fremgangsmåde, hvor ESM delvis forsikrer (højt prioriterede) statsobligationer.

– *Moralsk hasard:* Den moralske hasard, der skyldes svagere incitamenter til skattemæssig disciplin, er hovedargumentet mod stabilitetsobligationer og det emne, der diskuteres bredest i alle forslagene (ikke mindst af Issing). Nogle forfattere foreslår grænser for, hvor mange euro-obligationer der kan udstedes på vegne af en medlemsstat, i mange tilfælde med samme overgrænse på 60 % som fastsat i stabilitets- og vækstpagten. Eventuelle yderligere lånebehov bør finansieres af nationale obligationer. Denne idé undersøges nærmere i Delpla og von Weizäckers "Blue bond"-koncept, som foreslår at udstedelsen opdeles i "blå" obligationer, dvs. ekstremt likvide og sikre (solidarisk garanteret af de deltagende lande) obligationer med høj prioritet, og "røde" obligationer, som er rent nationale og har lavere prioritet. De røde obligationer ville få en pris, som ville give regeringerne incitamenter til at holde budgettet under kontrol. På en lignende måde foreslår Jones og Barclays Capital, at der fastsættes grænser for både gæld og underskud, som ville gøre det muligt efterhånden at sænke gældskvoterne. Udover at begrænse udstedelsen af euro-obligationer forslår Favero og Missale, at den moralske hasard håndteres ved hjælp af en kompensationsordning, der bygger på indeksering af hver medlemsstats rentebetalinger (på grundlag af statens kreditrisikopræmie eller ud fra skattemæssige parametre). Boonstra, De Grauwe og Moesen, BBVA og Natixis foreslår forskellige typer af systemer med bonusser og sanktioner, der f.eks. afhænger af de forskellige medlemsstaters evne til at nedsætte deres offentlige underskud og gæld.

– Alle forfattere er enige om, at en styrket budgetdisciplin bør være en hjørnesten i ethvert projekt for euro-obligationer, uanset hvor omfattende det er, eller hvordan dets garantistruktur er indrettet. Ud over udstedelse af "røde" eller nationale obligationer, foreslår Favero og Missale, at deltagelsen begrænses til de medlemsstater, der har den

højeste kreditvurdering, eller at der kun udstedes papirer med kort løbetid og lav risiko som f.eks. kortfristede statsgældsbeviser. Barclays, BBVA, Delpla og von Weizsäcker, Eijffinger, Becker og Issing forestiller sig, at der kan oprettes uafhængige budgetkontrolorganer og særlige organer for euroområdet, som kunne samordne finans- og økonomipolitikken. I Delpla og Weizsäckers sofistikerede system skal et uafhængigt stabiblitetsråd stille forslag om en årlig allokering. Denne allokering skal derefter godkendes af de nationale parlamenter i de deltagende medlemsstater, som er dem, der i sidste ende har de budgetbeføjelser, der er nødvendige for at udstede de gensidige garantier for de (blå) euro-obligationer. Et land, der stemmer imod den foreslåede allokering vil derved beslutte sig for, hverken at udstede (blå) euro-obligationer i det kommende år eller garantere nogen blå obligationer af den pågældende årgang. Boonstra foreslår, at lande, der bryder reglerne, omgående straffes strengt, f.eks. ved at miste midler fra EU-budgettet og miste politisk indflydelse i form af stemmerettigheder i ECB's organer.

– *Praktiske aspekter af udstedelsen:* De fleste forfattere foreslår, at der oprettes et fælles agentur, der skal samordne udstedelsen og forvalte gælden. I den type forslag, der opererer med blå og røde obligationer, udstedes den nationale del af papirerne fortsat af de nationale statskasser.

– *Valgmuligheder med hensyn til deltagerlande:* Becker opregner en række valgmuligheder med hensyn til deltagelse i euro-obligationen. Der kunne blive tale om: 1) fælles obligationer udstedt af lande med samme kreditvurdering; 2) fælles obligationer på ad hoc-grundlag svarende til de fælles obligationer, der udstedes af visse tyske delstater; 3) deltagelse i en fælles statsobligation begrænses til EMU-lande, der er kvalificeret i kraft af en solid budgetkonsolidering i opgangstider; eller 4) Tyskland og Frankrig fremmer ét likvidt, kortsigtet papir eller blot et fælles europæisk marked for kortsigtede statsgældsbeviser.

BILAG 3: Oversigt over eksisterende instrumenter på området

1. Den Europæiske Union

Europa-Kommissionen administrerer for tiden på Den Europæiske Unions vegne tre programmer, som giver den mulighed for at yde lån ved at udstede gældspapirer på kapitalmarkederne, normalt som "back-to-back"-papirer. Alle faciliteterne yder lån til stater. Traktaten om EU's funktionsmåde bemyndiger EU til at vedtage lånoptagelses- og garantiprogrammer, der frigør finansieringsmidler til varetagelse af EU's opgaver.

– Under *betalingsbalanceprogrammet* yder EU finansieringsbistand til medlemsstater uden for euroområdet, som trues af alvorlige betalingsbalanceproblemer (TEUF artikel 143).

– *EFSM-programmet* bemyndiger Europa-Kommissionen til at optage lån på EU's vegne for at finansiere udlån i medfør af den europæiske finansielle stabiliseringsmekanisme (Rådets forordning (EU) nr. 407/2010 af 11. maj 2010). Siden december 2010 er der indgået aftaler om programmer for bistand til Irland og Portugal for hhv. 22,5 og 26 mia. EUR.

– *Det makrofinansielle bistandsprogram* yder lån til lande uden for Den Europæiske Union. Dette program er et politikbaseret finansieringsinstrument for ubunden og uspecificeret betalingsbalancestøtte til partnerlande uden for EU (TEUF artikel 212 og 213). Bistanden ydes i form af mellem- til langsigtede lån og/eller gaver og er et supplement til finansieringsmidler, der ydes som led i et reformprogram, der er aftalt med Den Internationale Valutafond[31].

Kreditvurdering

EU's AAA-vurdering afspejler forskellige forhold. Optagne lån er direkte og ubetingede forpligtelser for EU og garanteres af alle EU's medlemsstater. Budgetmidlerne stammer næsten udelukkende fra provenu, der indbetales af medlemsstaterne uafhængigt af de nationale parlamenter, herunder told og afgifter på indførsel i EU samt andele i hver medlemsstats momsindtægter og BNI. Det betyder, at obligationer udstedt af EU har en risikovægtning på nul og kan bruges som sikkerhedsstillelse i ECB.

For alle optagne lån gælder, at investorerne i sidste ende er udsat for den kreditrisiko, der er forbundet med at låne til EU, ikke for den, der er forbundet med at låne til modtagerne af de finansierede lån. Hvis et modtagerland ikke kan betale, sikres betalingen af EU's budget (127 mia. EUR i 2011). EU's medlemsstater er juridisk forpligtet i henhold til EU-traktaten til at tilvejebringe midler til dækning af alle EU's forpligtelser.

Grundtræk i EU's emissioner

EU har hidtil udstedt benchmarkobligationer som led i "Euro Medium Term Note"-programmet (EMTN-programmet), som er udvidet til 80 mia. EUR for at tage hensyn til udstedelser under EFSM. Ved udgangen af 2008 gav krisen anledning til at genoptage udstedelsen af benchmarkobligationer.

Med aktiveringen af EFSM for Irland og Portugal er EU blevet en hyppig udsteder af benchmarkobligationer. EFSM's samlede lånoptagelsesplan for 2011 beløber sig til 28 mia. EUR (13,9 mia. til Irland og 14,1 mia. til Portugal; under betalingsbalanceprogrammet og det

[31] Læs mere på følgende adresse: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm.

makrofinansielle bistandsprogram: cirka 2 mia. EUR). Finansieringen sker udelukkende i euro.

EU's bistand ydes på mellemlangt sigt; løbetiden ligger normalt mellem 5 og 10 år, men kan spænde helt fra 3 år og op til 15 eller lejlighedsvis 30 år.

Ved "back-to-back"-videreudlån sikres det, at EU-budgettet ikke løber nogen rente- eller kursrisiko. Uanset metoden med "back-to-back"-videreudlån påhviler betalingen af afdrag og renter på obligationen Den Europæiske Union, som skal sikre, at alle obligationsbetalinger foretages rettidigt.

Som hyppig benchmarklåntager har EU til hensigt inden for ovenstående parametre at opbygge en likvid afkastkurve. EU forpligter de ledende emissionsgaranter til at tilvejebringe et aktivt sekundært marked og opgive både køber- og sælgerkurs, og EU holder øje med, at disse forpligtelser opfyldes.

Fastlæggelse af EU-finansieringen

EU-lån finansieres udelukkende med midler, der rejses på kapitalmarkederne, og ikke af andre medlemsstater eller over budgettet.

De rejste midler videreudlånes principielt "back-to-back" til modtagerlandet, dvs. med samme kupon, løbetid og beløb. Dette "back-to-back"-princip sætter grænser for EU-emissionen, nemlig på den måde at de udstedte finansieringsinstrumenter skal være af samme art som udlånstransaktionen, hvad der indebærer, at det ikke lader sig gøre at optage et lån med en anden løbetid eller et andet beløb end udlånets.

Rådets afgørelse fastsætter det samlede beløb for landeprogrammet, raterne og lånepakkens maksimale gennemsnitlige løbetid. Derefter skal Kommissionen og modtagerlandet enes om låne/finansieringsparametre, rater og trancher. Derudover afhænger alle udlånsrater undtagen den første af, at forskellige politiske betingelser som ved IMF-pakkerne opfyldes. Det er en anden faktor, som påvirker finansieringstidsplanen. Det medfører, at tidsplaner og forfaldstider for emissionen bestemmes af EU's dertil svarende udlånsaktivitet.

EFSM-processen

1) En medlemsstat, som befinder sig i eller er alvorligt truet af en stærkt urolig økonomisk eller finansiel situation som følge af usædvanlige begivenheder, som den ikke selv er herre over, kan anmode om finansiel støtte fra EU under EFSM.

2) EU's ministerråd træffer afgørelse med kvalificeret flertal efter indstilling fra Europa-Kommissionen.

3) Medlemsstaten og Europa-Kommissionen forhandler sig frem til et økonomisk tilpasningsprogram og rådfører sig herunder med IMF og ECB.

4) Den modtagende medlemsstat og Europa-Kommissionen forhandler sig frem til et detaljeret aftalememorandum og en låneaftale, og medlemsstaten træffer afgørelse om gennemførelsen.

5) Når aftalememorandummet og låneaftalen er underskrevet og den modtagende medlemsstat har anmodet om udbetaling, rejses midlerne på de internationale kapitalmarkeder, og den første tranche frigives. Efterfølgende lånetrancher frigives,

når EU's ministerråd har vurderet medlemsstatens opfyldelse af programbetingelserne.

2. Den Europæiske Finansielle Stabilitetsfacilitet (EFSF)

Den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet (EFSF 1.0) blev oprettet af medlemsstaterne i euroområdet efter vedtagelsen i Økofinrådet den 9. maj 2010. EFSF 1.0 er grundlagt som et selskab indregistreret i Luxembourg. Hovedformålet med EFSF er at yde finansieringsbistand til medlemsstater i euroområdet. Som en del af en samlet bistandspakke på 750 mia. EUR har EFSF fået garantier fra medlemsstaterne i euroområdet på i alt 440 mia. EUR til videreudlån til medlemsstater i euroområdet, der er i finansielle vanskeligheder. Disse medlemsstater skal som betingelse for lånet gennemføre et økonomisk tilpasningsprogram tilrettelagt af EU/IMF.

Udlånskapacitet

Under EFSF 1.0 har man i praksis begrænset udlånskapaciteten til 255 mia. EUR for at bevare EFSF-obligationernes AAA-vurdering (se nedenfor).

Kreditvurdering

Kreditvurderingsbureauerne har givet EFSF 1.0 AAA-status. Men i den oprindelige aftale (EFSF 1.0) er dette opnået på bekostning af mindsket udlånskapacitet, fordi EFSF-lån skal være dækket af 1) garantier fra AAA-vurderede stater; 2) et beløb i likvider af samme størrelse som den relevante andel af EFSF's likvide reserve og 3) en indlånsspecifik likviditetsbuffer. AAA-vurderingen bygger hovedsagelig på følgende fire elementer:

1) *Garantimekanisme:* Garantiaftalen mellem medlemsstaterne i euroområdet kræver, at de skal udstede en uigenkaldelig og ubetinget garanti for faste rentebetalinger og afdrag på finansieringsinstrumenter udstedt af EFSF. Desuden dækker garantien op til 120 % af den andel af eventuelle EFSF-forpligtelser (hovedstol og renter), der påhviler hver medlemsstat i euroområdet, idet der dog med de garantitilsagn, der fremgår af bilag 1 til rammeaftalen om EFSF, er fastlagt en overgrænse. Medfører overgrænsen en manko i betalingerne, dækkes det manglende beløb af de likvide reserver og likviditetsbufferen.

2) *Likvid reserve:* Midlerne videregives til låntageren efter fradrag af et ekspeditionsgebyr, der beregnes som 50 basispoint af den samlede hovedstol for hvert lån og nettonutidsværdien af den rentemarginal, som ville påløbe hvert lån med den aftalte rentesats frem til den fastlagte udløbsdato.

3) *Udlånsspecifik likviditetsbuffer:* Hver gang der ydes et lån til en medlemsstat, skal EFSF fastsætte en udlånsspecifik likviditetsbuffer af en sådan størrelse, at hvert EFSF-udlån er fuldt dækket af AAA-garantier og et kontantbeløb lig med den relevante andel af EFSF's likvide reserve plus den pågældende udlånsspecifikke likviditetsbuffer.

4) *Eventuel yderligere støtte:* EFSF-rammeaftalen åbner mulighed for, at garanterne med enstemmighed kan godkende en ændring af EFSF-programmets størrelse. Men EFSF's kapacitet kan ikke øges i det uendelige, for det ville kunne forringe kreditvurderingen af de garanterende AAA-vurderede stater. Skulle nogen af disse miste deres AAA-status, ville EFSF's udlånskapacitet falde med det pågældende lands garantibeløb.

Obligationer, der er udstedt af EFSF, har en risikovægtning på nul og kan gøres til genstand for en tilbagekøbsaftale med ECB. Der er risiko for, at en eventuel forringelse af kreditværdigheden for euroområdets medlemsstater, især for de AAA-vurderede garanter, vil forringe kreditvurderingen af EFSF. Da EFSF er solidarisk garanteret, vil en enkelt nedsættelse af kreditvurderingen af en garanterende AAA-stat medføre en nedsættelse af EFSF's AAA-vurdering, hvis ikke kreditkvaliteten styrkes yderligere.

Konditionalitet

Al finansiel bistand fra EFSF er knyttet til et program for økonomisk tilpasning med strenge betingelser for den førte politik som fastsat i et aftalememorandum. Kommissionen forhandler sig frem til aftalememorandummet med modtagerlandet i samråd med ECB og IMF.

Beslutningsproces

Afgørelse om at tildele midler under EFSF træffes med enstemmighed.

3. Den Europæiske Finansielle Stabilitetsfacilitet (EFSF 2.0)

Rammeaftalen om EFSF er ændret, så hele udlånskapaciteten på 440 mia. EUR kan udnyttes.

Udlånskapacitet

Under EFSF 2.0 har man i praksis begrænset udlånskapaciteten til 440 mia. EUR for at bevare EFSF-obligationernes AAA-vurdering (se nedenfor).

Kreditvurdering

Kreditvurderingsbureauerne har givet EFSF 2.0 AAA-status. For at øge EFSF's reelle udlånskapacitet til maksimalt 440 mia. EUR er der foretaget en ændring af rammeaftalen om EFSF med det formå at opnå en forøgelse af garantierne fra AAA-vurderede stater til 440 mia. EUR. AAA-vurderingen bygger således hovedsagelig på kun ét element: garantimekanismen.

Garantiaftalen mellem medlemsstaterne i euroområdet kræver, at de skal udstede en uigenkaldelig og ubetinget garanti for faste rentebetalinger og afdrag på finansieringsinstrumenter udstedt af EFSF. Desuden dækker garantien op til 165 % af den andel af eventuelle EFSF-forpligtelser (hovedstol og renter), der påhviler hver medlemsstat i euroområdet, idet der dog er fastlagt en overgrænse med de garantitilsagn, der fremgår af bilag 1 til rammeaftalen om EFSF. Obligationer, der er udstedt af EFSF, har en risikovægtning på nul og kan gøres til genstand for en tilbagekøbsaftale med ECB.

Der er risiko for, at en eventuel forringelse af kreditværdigheden for en af euroområdets medlemsstater, især for en AAA-vurderet garant, vil forringe kreditvurderingen af EFSF. Da EFSF er solidarisk garanteret, vil en enkelt nedsættelse af kreditvurderingen af en garanterende AAA-stat medføre en nedsættelse af EFSF's AAA-vurdering, hvis ikke kreditkvaliteten styrkes yderligere.

Konditionalitet

Al finansiel bistand fra EFSF er knyttet til strenge betingelser for den førte politik som fastsat i et aftalememorandum. Kommissionen forhandler sig frem til aftalememorandummet med modtagerlandet i samråd med ECB og IMF. Ud over lån som led i et makroøkonomisk tilpasningsprogram kan EFSF også yde rammekreditter, gennemføre transaktioner på de

primære og sekundære obligationsmarkeder og yde lån uden for programmer for kapitaltilførsel til finansielle institutioner.

Beslutningsproces

Afgørelse om at tildele midler under EFSF træffes med enstemmighed.

4. Den europæiske stabilitetsmekanisme (ESM)

Den 24.-25. marts 2011 tilsluttede EU's stats- og regeringschefer sig oprettelsen af ESM som en permanent krisemekanisme, der skal beskytte euroen og den finansielle stabilitet i Europa. ESM bliver verdens største internationale finansinstitut med en kapital på 700 mia. EUR, hvoraf 80 mia. EUR indbetales. ESM's ikrafttræden var oprindelig planlagt til juli 2013, men forventes nu rykket frem til midten af 2012.

5. De tyske delstaters fællesobligationer

Et særligt segment af de tyske delstaters obligationsmarked består af de såkaldte jumboer. Jumboer er obligationer, der udstedes i fællesskab af en gruppe af tyske delstater. Hidtil er der udstedt 38 jumboer af konsortier bestående af fem til syv delstater; en undtagelse var den ekstraordinært store jumboudstedelse i 1997, som var fælles for ti delstater. Alle jumboer har indtil nu været fastrentelån, og den gennemsnitlige emissionsstørrelse har været lidt over 1 mia. EUR, mere end syv gange så meget som et gennemsnitligt delstatslån. For det meste har deltagerne i jumboprogrammer været små delstater, målt i enten areal eller befolkning. Jumboerne er mere likvide end traditionelle delstatsobligationer, og dermed spares delstatskasserne for en del af likviditetsrisikopræmien sammenlignet med en forholdsvis lille obligation udstedt af en enkeltemittent. Set fra investorernes synsvinkel er en jumbo en struktureret obligation bestående af særskilte fordringer over for de deltagende delstater alt efter deres andel af den fælles emission. Delstaterne hæfter således pro rata, men ikke solidarisk for lånet.

Obligationernes karakteristika

– Emissionsfrekvens: normalt 2-3 emissioner pr. år

– Løbetider: 5 - 10 år

– Størrelse: 1 - 1,5 mia. EUR

– Én delstat koordinerer emissionen og formidler betalingerne.

Kreditvurdering

Emissionerne er vurderet til AAA hos Fitch. Det skyldes, at Fitch indtil for nylig givet alle tyske delstater AAA-status på grund af Länderfinanzausgleich-systemet (mekanisme for økonomisk udligning mellem delstaterne og i sidste ende forbundsstaten, som indebærer solidaritet og en implicit garanti). Dette forklarer også, at vurderingen ofte falder forskelligt ud hos Fitch og de øvrige kreditvurderingsbureauer. Bemærk, at Fitch ikke længere vurderer alle tyske delstater.

Ifølge Fitch afspejler AAA-vurderingen kreditværdigheden af hver enkelt af de syv tyske delstater, der er med i fællesemissionen. Den bygger på de stærke støttemekanismer, der gælder for alle dele af den tyske forbundsstat, og på de omfattende likviditetsfaciliteter, som de er omfattet af, for disse forhold sikrer, at betalingen falder rettidigt, og gør delstaterne lige

så kreditværdige som Forbundsrepublikken Tyskland. Fitch bemærker, at støttemekanismerne gælder på samme måde for alle dele af den tyske forbundsstat: forbundsregeringen (Bund) og de 16 delstater (Länder). Forskellene mellem delstaterne økonomiske og finansielle præstationer er irrelevante, da alle delstaterne har samme ret til finansiel støtte fra forbundsregeringen i tilfælde af finansielle vanskeligheder. De tyske delstaters fællesobligationer har en risikovægtning på nul og kan gøres til genstand for en tilbagekøbsaftale med ECB.

BILAG 4: Dokumentation og markedskonventioner

Som nævnt i afsnit 4 forudsætter indførelsen af en stabilitetsobligation, at der defineres forskellige værdipapirkarakteristika og markedskonventioner, som muligvis kunne omfatte:

– Retsorden, som udstedelse af stabilitetsobligationer henhører under: EFSF- og EU/EFSM-obligationer udstedes under engelsk ret, men det kan støde på politisk modstand i dette tilfælde.

– Værdipapirernes løbetidsprofil: Finansieringsstrategien for stabilitetsobligationen bør fastlægges med henblik på 1) at udvikle en benchmarkemission og en afkastkurve, og ii) at optimere finansieringsomkostningerne, eftersom der er større omkostninger ved at udstede inden for nogle segmenter af afkastkurven end inden for andre. Udstedelse af kortfristede papirer (statsgældsbeviser) foruden gældsbeviser med længere løbetider vil give finansforvaltningen større fleksibilitet og gøre adgangen til finansieringsmidler betydeligt lettere.

– Kupontyper (fast, variabel, nul, inflationsreguleret): Til at begynde med og for at lette udviklingen af en benchmarkstatus, kan det være at foretrække at koncentrere sig om værdipapirer med standardstruktur. Det ville også gøre det lettere at udvikle afledte instrumenter, navnlig optioner og futures.

– Fondsbørs, på hvilken værdipapirerne skal noteres: EFSF- og EU/EFSM-obligationer noteres i øjeblikket på børsen i Luxembourg. For stabilitetsobligationen kan dette vise sig at være for snævert, selvom notering på flere børser ville medføre yderligere omkostninger.

– Afregningskonventioner: Disse konventioner bør fastsættes således, at instrumenterne gøres attraktive, dvs. at afregningen for kortfristede papirer sættes til t + 1 (for bedre at kunne realisere kortfristede mål) og for langfristede til t + 3 (for at minimere afregningsrisikoen).

– Strategi for opbygning og vedligeholdelse af en investorbasis: Der bliver behov for at knytte forbindelser til potentielle investorer; til den ende kan det blive nødvendigt at afgøre, om der skal etableres en gruppe "primary dealers", hvordan detailsektoren vil blive integreret osv.

– Indførelse af klausuler om kollektiv optræden, der kan muliggøre en struktureret procedure for løsning af eventuelle fremtidige solvensproblemer.

Referencer

Assmann, Ch. og J. Boysen-Hogrefe (2011), *Determinants of government bond spreads in the euro area: in good times as in bad*, Institut für Weltwirtschaft Kiel, udkommer på Empirica.

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

BBVA (2011), *A unified sovereign debt issuance procedure in the Euro area with a Basket Bond*, Global Public Finance - Policy report No. 1

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

Bini-Smaghi, L. (2011), *European democracies and decision-making in times of crisis*. Tale ved Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, Poros 8. juli 2011, http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html

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

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

De Grauwe, P. og W. Moesen (2009), *Gains for all: a proposal for a common euro bond*, Intereconomics, maj-juni 2009, s. 132 - 135.

Delpla, J. og von Weizsäcker, J. (2010), *The Blue Bond Proposal*, Breugel Policy Briefs 420, Bruegel, Bruxelles 2010

Dübel, H-J. (2011), *Partial sovereign bond insurance by the eurozone: A more efficient alternative to blue (Euro-)bonds*, CEPS Policy Brief No. 252

EPDA/SIFMA (2009), *Towards a Common European T-bill*, Briefing Note, marts 2009

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

Favero, C.A. og A. Missale (2010), *EU Public Debt Management and Eurobonds*, kapitel 4 i *Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform*, Europa-Parlamentet, Bruxelles

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

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

Issing, O. (2009), *Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea*, White Paper No. 3, Center for Financial Studies, Frankfurt 2009

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

Jones, E. (2011), *Framing the Eurobond*, ISPI Commentary, 1. september 2011

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

Monti, M. (2010) *A new strategy for the Single Market, At the service of Europe's Economy and society*, Report to the President of the European Commission, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf

NATIXIS (2011), *What bonus/penalty system for the Stability Bond?* Flash Economics No 613, 22. august 2011

Prodi, Romano og Alberto Quadrio Curzio (2011), *EuroUnionBond ecco ci che va fatto*, Il Sole 24 hore, 23. august 2011

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

Schäuble, W. (2010), *Schäuble on Eurobonds and fiscal union*, interview med Querentin Peel i Financial Times, 5. december 2010, http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union

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