EURÓPAI BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2011.11.23.
COM(2011) 818 végleges

ZÖLD KÖNYV

a stabilitási kötvények bevezetésének megvalósíthatóságáról

ZÖLD KÖNYV

a stabilitási kötvények bevezetésének megvalósíthatóságáról

1. A STABILITÁSI KÖTVÉNYEK INDOKAI ÉS ELŐFELTÉTELEI[1]

1.1. Háttér

E zöld könyv célja, hogy a stabilitási kötvények koncepciójával kapcsolatban széles körű nyilvános vitát kezdeményezzen valamennyi érintettel és érdekelt féllel, vagyis a tagállamokkal, a pénzügyi piacok szereplőivel, a pénzügyi piacok ágazati szervezeteivel, tudományos szakemberekkel az Unión belül és azon kívül, valamint a szélesebb nyilvánossággal, amely alapján az Európai Bizottság meghatározhatja a koncepcióval kapcsolatos előrelépés megfelelő módját.

A dokumentum értékeli az államkötvények euróövezeti tagállamok körében történő közös kibocsátásának (a továbbiakban: közös kibocsátás) megvalósíthatóságát és a szükséges feltételeket[2]. Az euróövezetben a tagállamok jelenleg decentralizáltan, eltérő kibocsátási eljárásokat alkalmazva bocsátanak ki állampapírokat. A közösen kibocsátott stabilitási kötvények bevezetésével a tagállamok együttesen bocsátanának ki állampapírokat, és osztoznának a kibocsátással összefüggő bevételeken és adósságszolgálati költségeken. Ez jelentős változást hozna az euróövezeti államkötvénypiac szerkezetében, amely az euróövezet pénzügyi piacának legnagyobb szegmense (az euróövezeti államkötvénypiacokat az 1. melléklet mutatja be részletesen).

A közös kibocsátás koncepciója a tagállamok között először az 1990-es évek végén vetődött fel, amikor a Bizottság részére az euróval összefüggő tőkepiaci fejleményekkel kapcsolatban tanácsot adó **Giovannini-csoport** jelentést tett közzé, amelyben az euróövezeti állampapírok összehangolt kibocsátásának lehetőségeit mutatta be[3]. 2008 szeptemberében a piaci szereplők körében ismét megélénkült a közös kibocsátás iránti érdeklődés, miután a European Primary Dealers Association (EPDA – elsődleges forgalmazók európai szövetsége) vitairatot tett közzé „Közös európai államkötvény” címmel[4]. A vitairat megerősítette, hogy az euróövezeti államkötvénypiacok csaknem tíz évvel az euró bevezetése után is széttagoltak, továbbá ismertette a közös kibocsátás mellett és ellen szóló érveket. 2009-ben a Bizottság szolgálatai az EMU@10 jelentésben ismét foglalkoztak a közös kibocsátás kérdésével.

---

1 A nyilvános vitában és a szakirodalomban rendszerint az „eurókötvény” kifejezést használják. A Bizottság álláspontja szerint az ilyen eszköz fő jellemzője az euróövezeten belüli fokozott pénzügyi stabilitás. Emiatt Barroso elnök 2011. szeptember 28-i, az Unió helyzetét értékelő beszédével összhangban ez a zöld könyv a „stabilitási kötvény” kifejezést alkalmazza.

2 Elvileg a közös kibocsátás kiterjeszthető az euróövezeten kívüli tagállamokra is, ez azonban árfolyamkockázattal járna. Több, euróövezeten kívüli tagállam jelenleg is nagyrészt euróban denominált kötelezettségállománnyal rendelkezik, így ez nem jelent számottevő akadályt. Az EU valamennyi tagállamának érdeke lehet, hogy csatlakozzon a stabilitási kötvények rendszeréhez, különösen akkor, ha ezzel csökkentheti és biztosíthatja finanszírozási költségeit, és a csatlakozásnak a belső piacon keresztül kedvező gazdasági hatásai vannak. A stabilitási kötvények szempontjából minél több tagállam csatlakozik a rendszerhez, annál valószínűbbek a pozitív hatások, amelyek főként a nagyobb likviditásból erednek.

3 Giovannini-csoport: Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area (Jelentés az összehangolt euróövezeti állampapír-kibocsátásról) (2000. november). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

4 Lásd: 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.

Az euróövezeti államadósság-válság súlyosbodása szélesebb körű vitát váltott ki a közös kibocsátás megvalósíthatóságáról[5]**.** Igen sok politikai személyiség, piaci elemző és tudományos szakember szerint a közös kibocsátás olyan hatékony eszköz lehet, amellyel a likviditási nehézségek több euróövezeti tagállamban kezelhetők. Ennek alapján az Európai Parlament felkérte a Bizottságot, hogy vizsgálja meg a közös kibocsátás megvalósíthatóságát az euróövezeti gazdasági kormányzásra vonatkozó jogalkotási csomag elfogadásának összefüggésében, hangsúlyozva azt, hogy a stabilitási kötvények közös kibocsátásához további lépést kell tenni a közös gazdaság- és költségvetési politika felé[6].

Az eddigiek során a közös kibocsátást hosszabb távú lehetőségként kezelték, az utóbbi időben folytatott vita középpontjában azonban az olyan rövid távú előnyök állnak, amelyekkel enyhíthetők az állampapírpiac feszültségei. Ebben az összefüggésben a stabilitási kötvények bevezetésére nem a gazdasági és költségvetési konvergenciát célzó folyamat végén, hanem a további konvergenciával, valamint az ahhoz szükséges keret létrehozásával és végrehajtásával párhuzamosan, azt elősegítve kerülne sor. E párhuzamos megközelítéshez azonnali és határozott előrelépésre van szükség az euróövezet gazdasági, pénzügyi és politikai integrációjának folyamatában.

A stabilitási kötvény eltérne a meglévő közös kibocsátású eszközöktől. A stabilitási kötvény olyan eszköz lenne, amelynek feladata az euróövezeti államháztartások napi finanszírozása közös kibocsátás útján. E tekintetben meg kell különböztetni az Európai Unióban és az euróövezetben alkalmazott egyéb közös kibocsátású kötvényektől, pl. azoktól, amelyeknek célja a tagállamokra és harmadik országokra irányuló külső segítségnyújtás finanszírozása[7]. Ennek megfelelően a stabilitási kötvények kibocsátása nagyobb léptékű és folyamatosabb jellegű lenne, mint a tagállami vagy közös kibocsátás jelenlegi formái esetében.

A stabilitási kötvények kibocsátása összpontosítható egyetlen ügynökségben, vagy történhet decentralizáltan tagállami szinten, a tagállamok szoros együttműködésével. A stabilitási kötvényekhez kapcsolódó bevételek és adósságszolgálati költségek a kibocsátásnak

---

5 A 2. melléklet a stabilitási kötvényekről szóló vitához kapcsolódó elemzéseket tekinti át.

6 Az Európai Parlament 2011. július 6-i állásfoglalása a pénzügyi, gazdasági és szociális válságról: a szükséges intézkedésekre és kezdeményezésekre irányuló ajánlások (2010/2242(INI)): *„13. [Az Európai Parlament] kéri a Bizottságot, hogy vizsgálja meg az eurókötvények jövőbeli rendszerét azon feltételek meghatározása érdekében, amelyek mellett egy ilyen rendszer hasznos lenne minden részt vevő tagállam és az euróövezet egésze számára egyaránt; rámutat, hogy az eurókötvények életképes alternatívát jelenthetnének az amerikai dollárkötvények piacához képest, és hogy előmozdíthatnák a az európai államadósság-piac integrációját, a hitelköltségek csökkenését, a likviditás, a költségvetési fegyelem és a stabilitási és növekedési paktumnak (SGP) való megfelelés fokozását, hozzájárulhatnának az összehangolt strukturális reformokhoz és megszilárdíthatnák a tőkepiacokat, ami pedig támogatná azt az eszmét, hogy az euró globális szinten egyfajta „biztos menedék" lehet; emlékeztet arra, hogy az eurókötvények közös kibocsátása újabb lépés megtételét teszi szükségessé egy közös költségvetési és gazdaságpolitika felé;*
14. Hangsúlyozza ezért, hogy amennyiben sor kerül eurókötvények kibocsátására, azt egyetemleges felelősség melletti államadósságként a GDP 60 %-ában megszabott adósságaránya korlátozzák, és kapcsolják össze olyan ösztönzőkkel, amelyek célja az államadósság e szintre csökkentése; javasolja, hogy az eurókötvények elsődleges célja az államadósság csökkentése és az erkölcsi kockázat elkerülése, valamint az euróval szembeni spekuláció megelőzése legyen; megállapítja, hogy az ilyen eurókötvényekhez való hozzáférés az adósságcsökkentésre irányuló, mérhető programok közös elfogadását és végrehajtását tenné szükségessé;".

7 Ilyenek pl. a Bizottság által a fizetésimérleg-támogatási mechanizmus és az európai pénzügyi stabilizációs mechanizmus keretében kibocsátott kötvények és az EFSF által kibocsátott kötvények, vagy a több országot érintő infrastrukturális nagyprojektek finanszírozására szolgáló papírok (pl. az esetlegesen a Bizottság által kibocsátott projektkötvények). A közös kibocsátás különböző típusait és a stabilitási kötvényekhez hasonló egyéb eszközöket a 3. melléklet mutatja be.

az egyes tagállamokra eső részével arányosan oszlanának meg. A stabilitási kötvények kibocsátásának választott megközelítésétől függően a tagállamok egyetemleges felelősséget vállalhatnak a kibocsátással összefüggő adósságszolgálati költségekért vagy azok egy részéért, és ennek megfelelően közösen viselhetik a hitelkockázatot.

A stabilitási kötvények számos vonzata messze túlmutat a technikai szempontokon, és a tagállami szuverenitással, valamint a gazdasági és politikai integrációval kapcsolatos kérdéseket érint. Ilyen kérdés a megerősített gazdaságpolitikai koordináció és kormányzás, a nagyobb fokú gazdasági konvergencia, valamint egyes lehetőségek esetében a Szerződés szükséges módosítása. Minél nagyobb mértékű a tagállamok közös hitelkockázat-viselése, annál kisebb lenne a piaci volatilitás, de az egyes tagállamokat kötő piaci fegyelem is. A költségvetési stabilitás így szükségszerűen erősebben függene a politikai folyamatok útján elérhető fegyelemtől. Ugyanígy a stabilitási kötvények sikerének egyes előfeltételei, például a nagyfokú politikai stabilitás és kiszámíthatóság vagy a monetáris hatóságok nyújtotta támogatás köre, messze túlmutatnak a technikai szempontokon.

Típusától függetlenül minden stabilitási kötvény szükséges és lényeges velejárója a számottevően megerősített költségvetési felügyelet és szakpolitikai koordináció, amelynek célja az erkölcsi kockázat elkerülése és a fenntartható államháztartás biztosítása, valamint a versenyképesség támogatása és a káros makrogazdasági egyensúlytalanságok csökkentése.

Ez szükségszerűen kihat az adószuverenitásra is, ami érdemi vitát igényel az euróövezeti tagállamok részéről.

Mivel az ilyen kérdések alapos mérlegelést tesznek szükségessé, a Bizottság e könyv elfogadásával kezdeményezte a stabilitási kötvények bevezetésének megvalósíthatóságával és előfeltételeivel kapcsolatos politikai vita és nyilvános konzultáció szükséges folyamatát.

1.2. Indokolás

A közös kibocsátással kapcsolatos vita számottevő fejlődésen ment keresztül az euró bevezetése óta. Kezdetben a közös kibocsátás indokolása főként arra irányult, hogy milyen előnyök származnak abból a fokozott piaci hatékonyságból, amely az euróövezeti államkötvénypiacon és az euróövezet szélesebb pénzügyi rendszerében a nagyobb likviditásból ered. Az utóbbi időben a jelenlegi államadósság-válsággal összefüggésben a vita a stabilitási szempontok irányába mozdult el. Ennek alapján a közös kibocsátás fő előnyei az alábbiakban állapíthatók meg:

1.2.1. A jelenlegi válság kezelése és a későbbi államadósság-válságok megelőzése

A stabilitási kötvények lehetősége enyhítheti a jelenlegi államadósság-válságot, mivel a nagy hozamú tagállamok számára előnyöket jelenthet az alacsony hozamú tagállamok jobb hitelképessége. Bár a stabilitási kötvények bevezetése eltarthat egy darabig (lásd a 2. szakaszt), a közös kibocsátásra vonatkozó előzetes megállapodás hatást gyakorolhat a piaci várakozásokra, és ezáltal csökkentheti a jelenleg finanszírozási nyomás alatt álló tagállamok átlagos és marginális finanszírozási költségeit. Az ilyen hatás azonban csak akkor lehet tartós, ha a közös kötvények ütemtervét az erősebb gazdasági kormányzás iránti egyidejű vállalások egészítik ki, amelyek garantálják az államháztartás fenntarthatóságát biztosító költségvetési kiigazítások és strukturális módosítások végrehajtását.

1.2.2. A pénzügyi stabilitás erősítése az euróövezetben

A stabilitási kötvények ellenállóbbá tennék az euróövezet pénzügyi rendszerét a jövőbeni sokkokkal szemben, ennélfogva erősítenék a pénzügyi stabilitást. A stabilitási kötvények valamennyi részes tagállam számára biztonságosabban elérhetővé tennék a

refinanszírozást, megakadályozva az indokolatlan kockázatkerülés és/vagy a befektetők csordaszelleme miatti hirtelen kiszorulásukat a piacról. Ennek megfelelően a stabilitási kötvényekkel mérsékelhető lenne a piaci volatilitás, és kevésbé vagy egyáltalán nem lenne szükség a piaci finanszírozásból átmenetileg kiszorult tagállamokra irányuló, költséges segítségnyújtási és mentőintézkedésekre. A kötvények pozitív hatásai a költségvetési fegyelemmel szemben ható tényezők kezelésétől függnek. Ezzel a szemponttal az 1.3. és a 3. szakasz foglalkozik behatóbban.

Az euróövezet bankrendszere számára előnyöket jelentene a stabilitási kötvények elérhetősége. A bankok jellemzően nagy mennyiségű államkötvényt birtokolnak alacsony kockázatú, kis volatilitású és likvid befektetésként. Az államkötvények egyúttal likviditási tartalék szerepét is betöltik, mivel viszonylag stabil árfolyamon értékesíthetők, vagy refinanszírozási műveletek során biztosítékként felhasználhatók. Egyértelmű azonban a bankok hazai kibocsátóval szembeni elfogultsága államadósság-állományuk tekintetében, aminek következtében jelentős mértékben összekapcsolódik a bankok és a hazai államháztartás mérlege. Az állam költségvetési helyzetének számottevő romlásával elkerülhetetlenül veszélybe kerül a hazai bankrendszer rendelkezésére álló fedezet minősége, amely a bankokat refinanszírozási kockázatnak teszi ki mind a bankközi piacon, mind az eurórendszer kereteihez való hozzáférés szempontjából. A stabilitási kötvények az euróövezet valamennyi bankja számára erősebb fedezetet biztosítanának, mérsékelve sebezhetőségüket az egyes tagállamok romló hitelminősítésével szemben. Hasonlóképpen előnyt jelentene a stabilitási kötvény formájában megjelenő megbízhatóbb és homogénebb eszköz az egyéb intézményi befektetők (pl. életbiztosítási társaságok és nyugdíjalapok) számára, amelyek jellemzően a hazai államkötvények viszonylag nagy hányadát birtokolják.

1.2.3. A monetáris politika transzmissziójának elősegítése

A stabilitási kötvények elősegítenék a monetáris politika transzmisszióját az euróövezetben. Az államadósság-válság gyengítette a monetáris politika transzmissziós csatornáit, mivel az államkötvények hozama a fokozottan volatilis piacokon jelentős eltéréseket mutat. Egyes szélsőséges esetekben a piacok működése sérült, és az EKB az értékpapír-piaci program keretében beavatkozott. A stabilitási kötvényekkel a biztonságos és likvid eszközök nagyobb állománya jönne létre. Ez segítene annak biztosításában, hogy az EKB által szabott monetáris feltételek az államkötvénypiac közvetítésével zavartalanul és következetesen érvényesüljenek a vállalkozások és háztartások hitelköltségeiben, és végül az összkeresletben.

1.2.4. A piaci hatékonyság javítása

A stabilitási kötvények elősegítenék a hatékonyságot az euróövezet államkötvénypiacán és szélesebb pénzügyi rendszerében. A stabilitási kötvények kibocsátása lehetővé tenné egy nagy és fokozottan likvid piac létrejöttét, amelyet egységes irányadó hozam jellemez, szemben a jelenlegi helyzettel, ahol számos, országonként változó irányadó hozam létezik. A stabilitási kötvények piacának likviditása és magas hitelminősége alacsony irányadó hozamokat eredményezne, amely ennek megfelelően alacsony hitelkockázatot és likviditási prémiumot tükrözne (lásd az 1. keretes szövegrészt). A stabilitási kötvényekre vonatkozó egységes, „kockázatmentes”, a teljes lejárati tartományra kiterjedő irányadó hozamok elősegítenék a kötvénypiac általános fejlődését, és a nem állami kibocsátókat, pl. a vállalatokat, önkormányzatokat és pénzügyi vállalkozásokat kibocsátásra ösztönöznék. A likvid euróövezeti irányadó hozam megléte elősegítené számos euróban denominált származékos piac működését is. A stabilitási kötvények bevezetése tovább erősítheti az európai értékpapír-elszámolás integrációját, az EKB páneurópai közös elszámolási platformja, a Target2 Securities (T2S) tervezett bevezetésével, valamint esetleges további uniós

szabályozási intézkedésekkel párhuzamosan. Így a stabilitási kötvények bevezetése az euróövezetben mind a közszféra, mind a magánszféra esetében alacsonyabb költségeket eredményezhet, megalapozva ezzel a gazdaság hosszabb távú növekedési potenciálját.

1. keretes szövegrész: A stabilitási kötvények várt hozama – empirikus alapok

A stabilitási kötvények bevezetése várhatóan növeli az euróövezeti államkötvénypiacok likviditását, csökkentve így a befektetők által az államkötvények birtoklásáért hallgatólagosan felszámított likviditási prémiumot. Ez a keretes szövegrész megkísérli számszerűsíteni az alacsonyabb likviditási prémium révén elérhető költségmegtakarítás mértékét. Ellentmondásosabbnak bizonyult a stabilitási kötvények várt hozamának másik eleme, a valószínű hitelkockázati prémium. A stabilitási kötvény esetében a likviditási és hitelkockázati prémium egyaránt jelentős mértékben függ a kötvény kialakításától és garanciális struktúrájától.

Több empirikus elemzés hasonlította össze a feltételezett közös kibocsátású kötvények hozamát a meglévő kötvények átlagos hozamával. Az elemzések feltételezik, hogy a közös kibocsátás esetében a likviditási prémium nem csökkenne, a hitelkockázat pedig nem nőne a tagállamok átlagos minősítését meghaladó mértékben. Carstensen (2011) becslése szerint a közös kötvények a tagállami kamatlábak egyszerű súlyozott átlagával számított hozama 2 százalékponttal haladná meg a 10 éves német államkötvény hozamát. Egy másik becslés szerint (Assmann, Boysen-Hogrefe, 2011) a német államkötvényekhez képest a hozamkülönbözet 0,5–0,6 százalékpont lehet. Ez azzal indokolható, hogy a költségvetési változók fontos tényezők az államkötvények hitelkamat-mutatójának meghatározásában. Költségvetési szempontból az euróövezeti összesítés a franciaországihoz hasonló, így a közös kötvények hozama nagyjából a francia kötvényeknek felelne meg. A J.P. Morgan elemzése (2011) hasonló megközelítéssel hasonló, 0,5–0,6 százalékpontos eredményre jutott. A francia NATIXIS bank e szempontok mentén végzett további elemzése (2011) szerint a közös kötvények mintegy 20 bázisponttal a jelenleg AAA minősítésű kötvények felett árazhatók. Favero és Missale (2010) azt állítja, hogy a valutafelárral kiigazított amerikai hozamok a közös kötvények szempontjából jó referenciaértékek, mert a közös kötvény célja, hogy az euróövezeti kötvénypiacokat hitelkockázat és likviditás szempontjából hasonlóvá tegye az USA piacához. A szerzők megállapítják, hogy a pénzügyi válságot megelőző években a német államkötvények hozamelmaradása az amerikai államkötvényekhez képest mintegy 40 bázispont volt, amely az amerikai kötvényekkel azonos feltételek mellett kibocsátott közös kötvényekből származó likviditási többletnek felel meg.

Annak érdekében, hogy megbecsülje a likviditási prémiumban elérhető előnyöket, a Bizottság elvégezte az euróövezetben 1999 után végrehajtott államkötvény-kibocsátások statisztikai elemzését. A kibocsátás össznévértéke (amely a legszélesebb körben rendelkezésre álló mérőszám, bár a likviditási prémiumokban elérhető előnyöket alulbecsülheti) a kötvénykibocsátás likviditásának közelítő értéke, a regressziós együttható pedig a nagyobb mennyiségű kötvénykibocsátással elérhető előnyöket határozza meg.[8]. Az első modell az AAA besorolású euróövezeti tagállamok adataira (a táblázatban „AAA”), míg a második modell valamennyi euróövezeti tagállam adataira („AA”) épül. A második modellben szabályozható az egyes kibocsátások minősítése is. A kapott eredmény szerint valamennyi együttható a szokásos szinten szignifikáns, a szórás 70–80 %-a pedig a becsléssel magyarázható.

[8] A Dealogic rendszerében rögzített össznévértékek kiigazított értéke az adott kibocsátás előtti és utáni, hasonló lejáratú és elszámolású kibocsátások össznévértékét is tartalmazza. Az időtől függő piaci feltételekből adódó eltérések kontrollváltozók bevezetésével igazíthatók ki, amelyekkel az egyes kibocsátások időpontjában érvényes kamatlábszint (kétéves swapkamatláb), valamint a futamidő-struktúra (a tízéves és a kétéves swapkamatláb közötti különbség) hatása adható meg.

Táblázat: Modellezett becslések és az alacsonyabb likviditási prémium miatt várható hozamváltozás

	Historikus átlag 1999–2011			*Piaci feltételek (2011)*		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Hozam (%) – modelezett	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Hozamváltozás az USA-piac mérete alapján	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

A likviditási prémiumban elérhető előny kiszámításához a modellezett becslés együtthatóival szimuláltuk az olyan kötvények hozamának lehetséges csökkenését, amelyeket az átlagos euróövezeti össznévérték helyett az átlagos amerikai össznévértékben bocsátottak ki. Így az amerikai kibocsátás össznévértéke az a függő változó, amellyel a stabilitási kötvények piacának lehetséges likviditása mérhető. Az első számítási sorban a likviditási előnyt az 1999 óta számított historikus portfólióhozam átlagából vezettük le. Összehasonlításképpen ugyanazokat a számításokat a 2011 nyarán érvényes piaci feltételeket feltételezve végeztük el.

A táblázat második sora szerint a nagyobb kibocsátási mennyiségből adódó hozamelőny az euróövezetre vonatkozóan 10–20 bázispont az elért hitelminősítéstől függően, függetlenül attól, hogy a számítás a historikus vagy a legutóbbi piaci feltételeket vette alapul. Németország esetében ugyanez az előny 7 bázispont körül alakulna. A szimuláció bizonyítja, hogy a likviditási prémiumban várható előny meglehetősen korlátozott, és csökken azoknak a tagállamoknak az esetében, amelyek jelenleg is élvezik a legmagasabb minősítés előnyeit.

A jelenleg magas hozamú tagállamoknak egyértelműen előnyére válna mind a hitelkockázat közös viselése, mind a közös kötvények nagyobb likviditása, azonban a jelenleg alacsony hozamú tagállamok magasabb hozamokkal szembesülhetnek akkor, ha a jelenleg magas hozamú kibocsátók hitelkockázata tekintetében nem történik javulás. Elvben kompenzáció útján lehetséges a likviditási prémiummal összefüggő előnyök újraelosztása, de jobb kormányzás nélkül az euróövezeti adósság általános hitelminősége romolhat a gyengébb piaci fegyelem eredményeképpen, amennyiben a jelenleg alacsony hozamú tagállamoknak magasabb finanszírozási költségeket kell viselniük.

1.2.5. Az euró szerepének erősítése a globális pénzügyi rendszerben

A stabilitási kötvények elősegítenék az euróban történő portfólió-befektetést, valamint egy kiegyensúlyozottabb globális pénzügyi rendszer létrejöttét. Az amerikai államkötvénypiac és a teljes euróövezet államkötvénypiaca hasonló méretű, de az euróban denominált kibocsátás széttagoltsága miatt az amerikai államkötvények sokkal nagyobb mennyiségben érhetők el, mint az euróövezet bármely tagállami kibocsátójának papírjai. 1999 óta a 10 éves amerikai államkötvények kibocsátott össznévértéke átlagosan csaknem duplája a német szövetségi kötvények kibocsátott össznévértékének, és meghaladja bármely más uniós tagállami kötvény kibocsátott össznévértékét is. A rendelkezésre álló adatok szerint az amerikai államkötvények azonnali piacának kereskedési forgalma szintén többszöröse a megfelelő euróövezeti piac forgalmának, ahol a pénz a származtatott termékek szegmensébe áramlott át. A nagy likviditás azon tényezők egyike, amelyek miatt az amerikai államkötvények kiemelt és megkülönböztetett szerephez jutottak a globális pénzügyi rendszerben (az USA dollár mint egyetlen nemzetközi tartalékvaluta fedezete mellett), vonzóvá téve azokat az intézményi befektetők számára. Ennek megfelelően a stabilitási kötvények kibocsátása jelentette nagyobb kibocsátási mennyiségek és likvidebb másodlagos piacok erősítenék az euró, mint nemzetközi tartalékvaluta szerepét.

1.3. Előfeltételek

A stabilitási kötvények a pénzügyi stabilitás és a gazdasági hatékonyság szempontjából jelentős előnyökkel járnának, fontos megemlíteni azonban a lehetséges hátrányokat is. A kötvények jelentette előnyök eléréséhez fontos gazdasági, jogi és technikai előfeltételeket kell teljesíteni. Az alább tárgyalt előfeltételek teljesítése a Szerződés, valamint a gazdasági és monetáris unió (GMU) és az EU intézményi struktúrájának módosításával járhat.

1.3.1. Az erkölcsi kockázat korlátozása

A stabilitási kötvény nem vezethet a költségvetési fegyelem romlásához az euróövezeti tagállamok körében. Az euró bevezetése óta eltelt időszak markáns jellemzője a részes tagállamok költségvetési politikájában megmutatkozó eltérő fokú piaci fegyelem. Az euróövezeti kötvényhozamok nagyfokú, az euró első évtizedét kísérő konvergenciáját visszatekintve nem indokolta a tagállamok költségvetési teljesítménye. A 2009 óta zajló korrekció gyors, bizonyos fokig talán túlzott mértékű is. Az egyenlőtlenségtől eltekintve az utóbbi idők tapasztalatai igazolják, hogy az euróövezeten belül a piacok fegyelmezhetik a tagállami költségvetési politikákat. A stabilitási kötvények egyes formái esetében a fegyelem romlana vagy teljesen megszűnne, mert az euróövezeti tagállamok államadósságuk hitelkockázatát részben vagy egészben közösen viselnék, ami erkölcsi kockázattal jár. A közös kibocsátásban rejlő erkölcsi kockázat forrása az, hogy a költségvetési fegyelem egyedi hiányából eredő hitelkockázatot valamennyi részes tagállam közösen viselné.

Mivel a stabilitási kötvények kibocsátása gyengítheti a piaci fegyelmet, számottevő változásokra lenne szükség az euróövezeten belüli gazdasági kormányzás kereteiben. Indokolt lenne a fenntartható államháztartást biztosító további óvintézkedések alkalmazása. Az óvintézkedéseknek nemcsak a költségvetési fegyelemre kell összpontosítaniuk, hanem a gazdasági versenyképességre is (lásd a 3. szakaszt). Bár az új gazdasági kormányzási csomag jelentős védelmet nyújt, amelyet a 136. cikken alapuló új rendeletek tovább erősítenek[9], a stabilitási kötvényekkel összefüggésben további lépések megtétele is szükséges lehet, főként a hitelkockázat közös viselése esetén. Ha a stabilitási kötvényben a piaci fegyelem megkerülésének eszközét látják, akkor a tagállamok és a befektetők körében kétségessé válik az elfogadhatósága.

Miközben a kedvező időszakokban folytatott prudenciális költségvetési politika és az ettől a pályától való eltérés gyors korrekciója az alapja a felelős, stabilitásorientált szakpolitikai döntéshozatalnak, a tapasztalatok szerint a szélesebb makrogazdasági egyensúlytalanságok, többek között a versenyképesség csökkenése rendkívül hátrányosan befolyásolhatja az államháztartást. Ezért a stabilitási kötvények bevezetése révén szükségessé váló szorosabb szakpolitikai koordinációt arra is fel kell használni, hogy elkerülhetők és kiigazíthatók legyenek a káros makrogazdasági egyensúlytalanságok.

A magas hitelminőség és annak biztosítása, hogy a stabilitási kötvényekből valamennyi tagállamnak előnye származzon

Ahhoz, hogy a befektetők elfogadják őket, a stabilitási kötvényeknek magas hitelminőséget kell képviselniük. A stabilitási kötvényeket úgy kell kialakítani és kibocsátani, hogy a befektetők igen biztonságos befektetésnek tekintsék őket. Ebből adódóan a stabilitási kötvények elfogadása és sikere szempontjából a lehető legjobb minősítés nagy előnyt jelentene. A rosszabb minősítés kedvezőtlenül hatna a kötvény árazására (ez a

[9] Az előzetes költségvetési tervek monitoringjára és értékelésére, valamint az euróövezeti tagállamok túlzott hiánya megszüntetésének biztosítására vonatkozó közös rendelkezésekről szóló európai parlamenti és tanácsi rendeletre irányuló javaslat; a fokozott felügyeletről szóló európai parlamenti és tanácsi rendeletre irányuló javaslat.

kelleténél magasabb hozamban mutatkozna meg), valamint a befektetők az iránti hajlandóságára, hogy a kibocsátott kötvényeket kellő mennyiségben megvásárolják. Erre különösen akkor kerülne sor, ha a tagállami AAA minősítésű kibocsátások folytatódnának, és az ilyen kötvények együtt léteznének és versenyeznének a stabilitási kötvényekkel. A magas hitelminőség szükséges emellett ahhoz, hogy a stabilitási kötvények nemzetközi viszonyítási alapot jelentsenek, továbbá a kapcsolódó határidős és opciós piacok kialakulásának és hatékony működésének megalapozásához is.[10] Ebben az összefüggésben a stabilitási kötvények kialakításának kellőképpen átláthatónak kell lennie ahhoz, hogy a befektetők a mögöttes garanciákat beárazhassák. Ellenkező esetben fennáll annak a kockázata, hogy a befektetők az új eszközt kételkedve fogadják, így annak hozama számottevően magasabb lesz, mint a jobb hitelképességű tagállamok jelenlegi hozamai.

A magas hitelminőség elérése fontos ahhoz is, hogy a stabilitási kötvényeket valamennyi euróövezeti tagállam elfogadja. Alapvető kérdés, hogy a kockázatok és az előnyök hogyan oszlanak meg a tagállamok között. Bizonyos formáiban a stabilitási kötvény azt jelentené, hogy a jelenleg az átlagosnál rosszabb hitelképességi besorolású tagállamok alacsonyabb finanszírozási költségeket viselnének, míg a jelenleg jó hitelminősítésű tagállamokat akár nettó veszteség is érheti akkor, ha a közös kockázatviselés a pozitív likviditási hatásokhoz képest hangsúlyosabb. Így ahhoz, hogy a stabilitási kötvényt a jelenleg AAA minősítésű tagállamok támogassák, biztosítani kell az új eszköz megfelelően magas hitelminőségét annak érdekében, hogy az érintett tagállamok adósságfinanszírozási költségei ne növekedjenek. A korábban leírtak szerint ez szintén az erkölcsi kockázat eredményes mérséklésére alapozható. A stabilitási kötvény elfogadhatóságát biztosíthatja továbbá egy olyan mechanizmus is, amelynek szerepe egyes finanszírozási előnyök újraelosztása a jobb és rosszabb minősítésű tagállamok között (lásd a 2. keretes szövegrészt).

A stabilitási kötvények hitelminősítése elsősorban a részes tagállamok hitelminősítésétől, valamint az azt megalapozó garanciális struktúrától függ[11].

– Az <u>*önálló kezesség*</u> esetében az egyes kezességet vállaló tagállamok felelőssége kizárólag a stabilitási kötvényből eredő kötelezettségek rájuk eső részére terjedne ki egy fajlagos hozzájárulási kulcs szerint[12]. Ha a tagállamok továbbra is fajlagos minősítést kapnának, akkor egy nagy tagállam leminősítése igen nagy valószínűséggel a stabilitási kötvény ennek megfelelő leminősítését eredményezné, amely ugyanakkor nem feltétlenül lenne hatással a többi tagállam minősítésére. A jelen körülmények között, amikor mindössze hat euróövezeti tagállam rendelkezik AAA minősítéssel, a stabilitási kötvény ebben a garanciális struktúrában nagy valószínűséggel nem kapna AAA hitelminősítést, sőt a legrosszabb minősítésű tagállammal azonos minősítést is kaphatna, hacsak nem támogatja hitelminőség-javítás.

– Az <u>*elsőbbséggel és fedezettel megerősített önálló kezesség*</u> esetében az egyes kezességet vállaló tagállamok felelőssége szintén a stabilitási kötvényből eredő kötelezettségek rájuk eső részére terjedne ki. Annak biztosítására azonban, hogy a stabilitási kötvények minden körülmények között, még nemteljesítés esetén is törlesztésre kerüljenek, a tagállamok több hitelminőség-javítási eszközt is mérlegelhetnek. Először is a stabilitási kötvényt előre sorolt kötvényként bocsáthatják ki. Másodszor: a stabilitási kötvények részlegesen

---

10 Az EFSF-kötvények minősítésével kapcsolatos tapasztalat, hogy a részes tagállamok nyújtotta átlagos garanciáknál jobb minősítést olyan eszközökkel érték el, mint a készpénz- és tőketartalék képzése, valamint a kibocsátott össznévérték túljegyzése. Az EFSF esetében az ilyen elemek kezelése bonyolult, a stabilitási kötvény hitelminősítésének javításában viszont hasznos eszköznek bizonyulhatnak.

11 Ebben a szakaszban az *önálló kezesség* és az *egyetemleges kezesség* fogalmak gazdasági értelemben szerepelnek, amely jogi meghatározásukkal nem feltétlenül azonos.

12 Pl. uniós költségvetési kulcs vagy az EKB tőkejegyzési kulcsa.

fedezettel biztosíthatók (ez lehet készpénz, arany, vállalati részvény stb.). Harmadszor: bevételi pénzáramok különíthetők el a stabilitási kötvényekkel kapcsolatos adósságszolgálati költségek fedezetére. Ennek eredményeképpen a stabilitási kötvények AAA minősítést érnének el, ugyanakkor a rosszabb hitelképességű tagállamok nemzeti kötvényeinél a minősítés viszonylagos romlása valószínűsíthető.

– Az *egyetemleges kezesség* esetében az egyes kezességet vállaló tagállamok felelőssége nemcsak a stabilitási kötvényből eredő kötelezettségek rájuk eső részére terjedne ki, hanem bármely más olyan tagállam részére is, amely kötelezettségei teljesítését elmulasztja[13]. Még ebben a garanciális struktúrában sem zárható ki teljesen, hogy a stabilitási kötvények minősítését befolyásolná, ha az AAA minősítésű tagállamok szűk körének kellene kezességet vállalnia a többi, rosszabb minősítésű tagállam igen nagy kötelezettségállományáért. Fennáll annak a kockázata is, hogy rendkívüli helyzetben megindulhat a minősítések sorozatos lerontása: például egy nagyobb, AAA minősítésű tagállam leminősítése a stabilitási kötvény leminősítéséhez vezethet, ez viszont kedvezőtlenül hathat a többi részes tagállam hitelminősítésére. Ezért megfelelő óvintézkedések szükségesek ahhoz, hogy a részes tagállamok körében biztosítható legyen a költségvetési fegyelem egy erős gazdasági kormányzási keret útján, valamint esetlegesen a stabilitási kötvények a tagállami kötvényekkel szembeni elsőbbsége abban az esetben, ha azok továbbra is fennmaradnak.

2. keretes szövegrész: A finanszírozási előnyök lehetséges újraelosztása a tagállamok között

A stabilitási kötvények egyetemleges kezesség melletti kibocsátásával összefüggő erkölcsi kockázat kezelésének lehetséges eszköze egy olyan mechanizmus, amelynek szerepe a stabilitási kötvények kibocsátásából származó egyes finanszírozási előnyök újraelosztása a jobb és rosszabb minősítésű tagállamok között. Egy ilyen mechanizmus révén a stabilitási kötvények kibocsátása valamennyi euróövezeti tagállam számára kölcsönösen előnyös ajánlattá válhat. Ez két tagállam stilizált példájával bizonyítható:

[13] Ilyenkor azonban a részes tagállamoknak igénye keletkezne a nemteljesítő tagállammal szemben.

Mindkét tagállam államadóssága mintegy 2 milliárd EUR, azonban az A tagállam 2 %-os, míg a B tagállam 5 %-os hozamot fizet az 5 éves lejáratú állampapírokra. Az 5 éves, 2 %-os hozamú stabilitási kötvény kibocsátása mindkét tagállamot teljes mértékben finanszírozná. A stabilitási kötvény kibocsátott mennyisége 50–50%-ban oszlana meg a két tagállam között.

A B tagállam számára a stabilitási kötvények kibocsátásából származó finanszírozási előny egy része átcsoportosítható az A tagállamhoz; például az A tagállam 100 bázispontos diszkontja finanszírozható a B tagállam 300 bázispontos felárából. Ennek megfelelően a stabilitási kötvény az A tagállamot 1 %-os, a B tagállamot 3 %-os hozam mellett finanszírozná. A tagállami kibocsátáshoz képest a finanszírozási költségek mindkét tagállam számára alacsonyabbak lennének.

Magától értetődően a stabilitási kötvények kibocsátásából származó előnyök belső elosztására szolgáló mechanizmust ki kell alakítani, de az euróövezet gazdasági kormányzási keretén belül nyújtott relatív költségvetési teljesítményhez kell kötni.

1.3.2. A Szerződéssel való összhang

A Szerződéssel való összhang alapvető fontosságú a stabilitási kötvény sikeres bevezetéséhez. Először is a stabilitási kötvények nem sérthetik a Szerződésnek a tagállamok „megmentésére” vonatkozó tilalmát. A stabilitási kötvények összeegyeztethetősége a Szerződés jelenlegi keretével a kötvény konkrét formájától függ. Egyes lehetőségek esetében a Szerződés vonatkozó rendelkezéseinek módosítására lehet szükség. Az Európai Unió működéséről szóló szerződés (EUMSZ) 125. cikke tiltja a tagállamok számára, hogy átvállalják más tagállamok kötelezettségeit.

A stabilitási kötvények egyetemleges kezesség melletti kibocsátása eleve olyan helyzetet eredményezne, amelyben sérülne a tagállamok megmentésére vonatkozó tilalom. Ilyen helyzetben egy tagállam „rendes” hozzájárulási kulcsától függetlenül felelősséggel tartozna akkor, ha valamely másik tagállam nem képes helytállni pénzügyi kötelezettségeiért. Ebben az esetben szükségessé válna a Szerződés módosítása. A módosításra egyszerűsített eljárás keretében kerülhetne sor egy kormányközi keretek között működő, közös euróövezeti adósságkezelő intézmény létrehozása esetén, viszont nagy valószínűséggel rendes eljárást igényelne akkor, ha az intézmény közvetlenül az EU jogának hatálya alá tartozna, mivel ez kiterjesztené az EU hatásköreit. A Szerződésben lefektetett konkrét jogalap hiányában az uniós jogra épülő megközelítéshez valószínűleg az EUMSZ 352. cikkének alkalmazására lenne szükség, amely a Tanács egyhangú szavazatát és az Európai Parlament jóváhagyását feltételezi. A stabilitási kötvények kibocsátása, valamint a sikerükhöz szükséges szorosabb gazdasági és költségvetési koordináció nagy valószínűséggel jelentős változásokat igényel számos tagállam nemzeti jogában[14].

A stabilitási kötvények önálló kezesség melletti kibocsátása a Szerződés hatályos rendelkezései értelmében lehetséges. Például az ESM engedélyezett hitelezési volumenének lényeges megnövelése, valamint a hitelezési feltételek módosítása úgy, hogy az lehetővé tegye a piacon felvett hitelösszegek továbbkölcsönzését valamennyi euróövezeti tagállam részére, kivitelezhető az EUMSZ 125. cikkével összeegyeztethető módon, ha az ESM-hez kapcsolódó hozzájárulási kulcs arányos jellege megmarad. Ugyanez a gondolatmenet

[14] Például a német alkotmánybíróság 2011. szeptember 7-i határozata megtiltja a német törvényhozó testület számára, hogy olyan állandó mechanizmust alakítson ki, amely más tagállamok önkéntes döntéseiből eredő kötelezettségek átvállalásával jár, különösen akkor, ha az ilyen döntések hatása nehezen kiszámítható. Előírja továbbá azt, hogy kormányközi irányítás esetén a költségvetési politikát érintő alapvető döntéseket továbbra is a parlamentnek kell meghoznia.

érvényes az esetleges közös adósságkezelő intézmény által kibocsátott kötvényekre, amely kizárólag arányos felelősséget vállalhat.

A Szerződés módosítása szükséges lenne egy lényegesen nagyobb beavatkozással járó euróövezeti gazdasági kormányzási keret létrejötte esetén is. A stabilitási kötvények konkrét jellemzőitől függően a részes tagállamokban erősebb költségvetési gazdálkodásra és gazdasági kormányzásra, illetve felügyeletre lenne szükség az erkölcsi kockázat megelőzése érdekében. A kormányzás minőségének a november 23-i csomagban szereplő javaslatokon túlmenő változtatásához valószínűleg a Szerződés módosítása szükséges. A 3. szakasz a megerősített költségvetési irányítás lehetőségeit részletesebben tárgyalja.

2. A STABILITÁSI KÖTVÉNYEK KIBOCSÁTÁSI LEHETŐSÉGEI

A stabilitási kötvények kibocsátására számos javaslat született, különösen az euróövezeti államadósság-válság kitörése óta. A javasolt lehetőségek három általános megközelítés köré csoportosíthatók attól függően, hogy a tagállami kibocsátás kiváltása teljes vagy részleges, illetve a vállalt kezesség egyetemleges vagy önálló. A három általános megközelítés a következő[15]:

(1) a tagállami kibocsátás teljes kiváltása stabilitási kötvények egyetemleges kezesség mellett történő kibocsátásával,

(2) a tagállami kibocsátás részleges kiváltása stabilitási kötvények egyetemleges kezesség mellett történő kibocsátásával, és

(3) a tagállami kibocsátás részleges kiváltása stabilitási kötvények önálló kezesség mellett történő kibocsátásával.

Ez a szakasz az egyes megközelítéseket értékeli az 1. szakaszban vázolt előnyök és előfeltételek szempontjából.

2.1. Első megközelítés: A tagállami kibocsátás teljes kiváltása stabilitási kötvények egyetemleges kezesség mellett történő kibocsátásával

Ebben a megközelítésben az euróövezetbeli államadósság finanszírozását teljes egészében a stabilitási kötvények kibocsátása fedezné, a tagállami kibocsátás pedig megszűnne. Bár a tagállamok a stabilitási kötvényeket decentralizáltan, összehangolt eljárás keretében is kibocsáthatnák, hatékonyabb megoldás lenne az államadóssággal foglalkozó közös euróövezeti ügynökség létrehozása[16]. A központosított ügynökség a piacon kibocsátott stabilitási kötvényekből befolyt összeget az egyes tagállamok között azok finanszírozási igényeinek megfelelően osztaná el. Ugyanígy az ügynökség a stabilitási kötvények törlesztését a tagállamoktól beszedett kamat- és tőketörlesztésből fedezné. A stabilitási kötvények kibocsátására az összes euróövezeti tagállam egyetemleges kezességvállalásával kerülne sor, ami a hitelkockázat közös viselésével jár. A kezesség egyetemleges jellegéből adódóan a stabilitási kötvény minősítésében nagy valószínűséggel meghatározó szerepet játszana a nagyobb euróövezeti tagállamok hitelminősítése, ami alapján a ma kibocsátott stabilitási kötvény hitelminősítése várhatóan magas lenne. Ettől függetlenül behatóbb vizsgálatot igényelnek a stabilitási kötvényekben foglalt keresztgaranciák, valamint a hitelminősítésre és a hozamra gyakorolt hatások.

---

15 A tagállami kibocsátás teljes kiváltásával és önálló kezességgel járó negyedik megközelítés is lehetséges, de nem tárgyaljuk, mivel a jelenlegi kibocsátási megoldásokhoz képest lényeges eltérést nem jelentene. Ezenkívül hibrid esetek is elképzelhetők, például a hitelkötelezettségért vállalt önálló kezesség melletti korlátozott egyetemes kezesség a rövid távú likviditáshiány áthidalására.

16 A központosított és decentralizált kibocsátás előnyeit és hátrányait a 4. szakasz tekinti át.

A stabilitási kötvények kibocsátásából származó előnyök ebben a megközelítésben lennének a legeredményesebben elérhetők. A tagállami kibocsátás teljes kiváltása a stabilitási kötvények kibocsátásával biztosítaná valamennyi tagállam teljes refinanszírozását az egyes tagállamok államháztartási helyzetétől függetlenül. Így lehetővé válna az egyes tagállamokat érintő súlyos likviditási nehézségek leküzdése, és az ilyen jellegű nehézségek elkerülése a későbbiek során. A megközelítés emellett igen nagy és homogén piacot teremtene a stabilitási kötvények számára, amely fontos előnyöket képviselne a likviditás és az alacsonyabb likviditási prémium tekintetében. Az új stabilitási kötvények a közös euróövezeti benchmarkkötvény szerepét töltenék be, így hatékonyabb referenciakeretet képeznének a kockázatnak a teljes euróövezeti pénzügyi rendszerben való beárazásához. A megközelítés jó minőségű, az államhoz kötődő fedezetet biztosít a pénzügyi intézmények számára valamennyi tagállamban, így maximalizálja a közös kibocsátás azon előnyeit, amelyek az euróövezeti pénzügyi rendszer nagyobb ellenálló képességéből és a monetáris politika jobb transzmissziójából erednek. Ebben a megközelítésben a stabilitási kötvény a globális pénzügyi rendszerben újabb, méretében és likviditásában az Egyesült Államok állampapírpiacához mérhető menedéket hozna létre, ezáltal a legeredményesebben szolgálná az euró nemzetközi szerepének erősítését.

Ugyanakkor ez a megközelítés hordozná a legnagyobb erkölcsi kockázatot is. Egyes tagállamok gyakorlatilag a többi tagállam fegyelmét kihasználva, a saját finanszírozási költségeikre gyakorolt hatások nélkül jutnának forráshoz. Ennek megfelelően ezt a megközelítést igen szilárd kerettel kell kiegészíteni, amelynek célja a költségvetési fegyelem, a gazdasági versenyképesség és a makrogazdasági egyensúlytalanságok csökkentésének biztosítása tagállami szinten. A keret a jelenlegi helyzethez képest jelentős továbblépést feltételez a gazdasági, pénzügyi és politikai integráció terén. A keret nélkül azonban nem valószínű, hogy ez a stabilitási kötvények kibocsátásával kapcsolatos ambiciózus megközelítés olyan eredményt hozna, amely a tagállamok és a befektetők számára elfogadható. A stabilitási kötvényekért vállalt egyetemleges kezességből, valamint a kötvény alapját képező, a költségvetési fegyelmet és a gazdasági versenyképességet biztosító keret szükségszerű szilárdságából adódóan szinte bizonyos, hogy a stabilitási kötvények e megközelítése a Szerződés módosítását igényelné.

Ebben a megközelítésben szükség van a stabilitási kötvény keretében történő államkötvény-kibocsátás határainak kijelölésére. Több tagállamban nemcsak a központi kormányzat bocsát ki kötvényt, hanem regionális kormányzatok és helyi önkormányzatok is[17]. Elvileg a rendszer szubnacionális kibocsátással kiegészíthető. Ennek egyértelmű hozadéka lenne, hogy a piaci stabilitásban, likviditásban és integrációban jelentkező előnyök köre kiszélesedne. Megfelel továbbá a költségvetési felügyelettel kapcsolatos uniós megközelítésnek, amely az államadósság és az államháztartási hiány egészére kiterjed. Ugyanakkor ha a közös kibocsátásban csak központi kormányzatok vesznek részt, akkor a rendszer átláthatóbb és biztonságosabb lehet. A központi kormányzatokkal kapcsolatos adatok jellemzően könnyebben hozzáférhetők, ami nem minden esetben igaz a helyi hatóságokra. Ezenfelül a kibocsátás csak olyan hiányokat fedezne, amelyek teljes mértékben a központi kormányzatok ellenőrzése alatt állnak. Pusztán piaci szempontból az ilyen stabilitási kötvények csak a széles körben ismert központi kormányzati kötvényeket váltanák fel, ami elősegítené az új stabilitási kötvények felmérését és értékelését[18].

---

17 Ez különösen Németországra, továbbá kisebb mértékben Spanyolországra és Franciaországra igaz.

18 A stabilitási kötvények szűkebb köréből adódóan a tagállamoknak vállalniuk kellene, hogy nem bocsátanak ki nemzeti vagy egyéb államkötvényt, ideértve a szövetséginél alacsonyabb szintű joghatóságaik kötvényeit is, amennyiben a közös kibocsátás rendszere azokat magában foglalja.

A bevezetés folyamata ebben a megközelítésben többféleképpen megszervezhető a bevezetés kívánt ütemétől függően Gyorsított bevezetés esetén új kibocsátás kizárólag stabilitási kötvény formájában történne, a le nem járt államkötvényeket pedig új stabilitási kötvényekre váltanák át bizonyos mennyiségű államkötvény új stabilitási kötvényre való cseréje útján. E lehetőség fő előnye egy olyan likvid piac szinte azonnali létrejötte lenne, amelyre vonatkozóan az irányadó hozam teljes görbéje felrajzolható. A korábbi kötvények visszavásárlása enyhíthetné a fokozottan eladósodott és magas kamatú tagállamok jelenlegi súlyos finanszírozási problémáit. A művelet azonban összetett lehet, továbbá a piaci zavarok minimalizálása érdekében az átváltási arány körültekintő kalibrációját igényelheti. Alternatív megoldás lehet a fokozatos bevezetés, amelynek során az egyes tagállamok bruttó új kibocsátása, vagy annak akár csak egy része stabilitási kötvények formájában történne, míg a le nem járt euróövezeti államkötvények a másodlagos piacon forgalomban maradnának. A piac így fokozatosan alkalmazkodhatna az új eszközhöz és elemzési, árazási eszközöket fejleszthetne ki, ez pedig mérsékelné a piaci zavarok kockázatát. Ebben a változatban azonban a stabilitási kötvények piacának kiépítése évekig tartana (a le nem járt kötvények futamidejétől függően), ami késleltetné a lehetséges előnyöket. A le nem járt korábbi kötvények szegmense fokozatosan szűkülne azáltal, hogy szerepét a stabilitási kötvények és az újonnan kibocsátott tagállami kötvények vennék át. Így e szegmens általános likviditása idővel romlana, ennek megfelelően pedig a korábbi kötvények likviditási prémiuma fokozatosan emelkedhet.

A Szerződés szükséges módosításai miatt e megközelítés megvalósítása igen időigényes lehet.

2.2. Második megközelítés: A tagállami kibocsátás részleges kiváltása stabilitási kötvények egyetemleges kezesség mellett történő kibocsátásával

Ebben a megközelítésben a stabilitási kötvények kibocsátása egyetemleges kezességre alapulna, de a tagállami kibocsátást csak részben váltaná ki. A nem stabilitási kötvény formájában kibocsátott kötvényekért továbbra is a kibocsátó tagállamok vállalnák a kezességet. A közös kibocsátás e megközelítése „kék-piros” megközelítésként vált ismertté[19]. Ennek megfelelően az euróövezeti államkötvények piaca két elkülönült részből állna:

– *Stabilitási kötvények* („kék kötvények”). a stabilitási kötvények kibocsátására csak előre meghatározott határértékek között kerülne sor, így nem feltétlenül elégítenék ki teljes körűen valamennyi tagállam refinanszírozási igényeit. A kötvényekre egyetemleges kezesség vonatkozna, így valamennyi tagállam esetében egységes refinanszírozási kulcs lenne alkalmazható[20].

– *Nemzeti államkötvények* („piros kötvények”). a tagállamok költségvetésének finanszírozásához szükséges kötvények fennmaradó részét tagállami szinten, tagállami kezességvállalással bocsátanák ki. Következésképpen a tagállami kötvények *de facto* alárendeltek lennének a stabilitási kötvényekhez képest az utóbbira vonatkozó egyetemleges kezesség miatt[21]. Az egyes tagállamok kibocsátásának nagyságrendje a stabilitási kötvények közös kibocsátásának megállapított nagyságrendjétől, valamint általános refinanszírozási igényeiktől függene. A megmaradó tagállami kötvénypiacok

---

19 Lásd Delpla, J. – von Weizsäcker, J. (2010). A szerzők a maastrichti kritériumok mintájára 60 %-os GDP-arányos adósságplafont javasoltak.

20 Az első megközelítéshez hasonlóan a stabilitási kötvények kibocsátása történhetne decentralizáltan, de azt minden bizonnyal hatékonyabban bonyolítaná egy központi adósságkezelő intézmény.

21 A tagállami kötvények alárendeltsége csak az újonnan, vagyis a stabilitási kötvények bevezetését követően kibocsátott tagállami kötvényekre vonatkozna. A le nem járt „régi” vagy „korábbi” tagállami kötvényeknek a stabilitási kötvényekkel azonos megítélés alá kell esniük, mert megítélésük módosítása gyakorlatilag nemteljesítésnek felelne meg.

méretétől és a kibocsátott össznévértéktől, valamint az adott tagállam hitelminősítésétől függően a tagállami kötvények tagállamonként változó likviditási és hiteljellemzőkkel és ennek megfelelően eltérő hozammal bírnának, továbbá mivel az állami hitelkockázat nagyrészt a tagállami kötvényekben összpontosulna, fokoznák a hitelkockázatot[22]. A tagállami kibocsátásra nehezedő egyre nagyobb piaci nyomás biztosítaná a piaci fegyelmet.

E megközelítés központi kérdése lenne az, hogy a stabilitási kötvények és a tagállami kibocsátás egymáshoz viszonyított aránya milyen szempontok szerint határozható meg. A főbb lehetőségek az alábbiak:

– *Egyszerű, szabályon alapuló rendszer: p*éldául az egyes tagállamok bruttó hazai termékük meghatározott, esetleg a maastrichti 60 %-os kritériumot tükröző hányadának megfelelő mennyiségű stabilitási kötvényre lehetnének jogosultak. Fontos mérlegelendő szempont, hogy a tagállami (alárendelt) részben milyen mértékű kockázat koncentrálódna, amely a közös kibocsátás össznévértékétől függ (minél nagyobb a stabilitási kötvények aránya, annál nagyobb mértékű kockázat koncentrálódik a fennmaradó tagállami kibocsátásban). Annak érdekében, hogy elkerülhető legyen a tagállami kibocsátás jelentette túlzott hitelkockázat, egyúttal a közös kibocsátás előnyei elérhetők legyenek, indokolt lehet a plafon körültekintőbb meghatározása.

– *Rugalmasabb, szakpolitikai megfeleléshez kötött rendszer:* ebben a rendszerben az egy tagállamra jutó stabilitási kötvények mennyisége a fentiekhez hasonlóan lenne rögzíthető, de a plafon mindig attól függne, hogy az adott tagállam milyen mértékben tartja be az euróövezeti kormányzási keret szabályait és ajánlásait. A meg nem felelés a stabilitási kötvények érintett tagállamra vonatkozó adósságplafonjának (esetlegesen automatikus) csökkentésével lenne szankcionálható (lásd még a 3. szakaszt). Ez a rendszer egyben a stabilitási kötvények hitelminőségének kvázi-automatikus stabilizátoraként is szolgálna, mivel a költségvetési szempontból alulteljesítő tagállamok részaránya csökkenne.

Alapvető szempont lenne a stabilitási kötvények kibocsátására vonatkozó plafon hitelessége. A kék kötvények elosztását követően a tagállam finanszírozási költségei számottevően nőhetnek. Ez a plafon megemelése iránti politikai nyomást eredményezhet. Az ilyen nyomással szembeni erőteljes óvintézkedések hiányában „puha” plafonra lehet számítani, ami nagyrészt kiküszöbölné a kék-piros megközelítés fegyelmező hatásait. Emiatt a stabilitási kötvények kibocsátására vonatkozó plafon megállapításakor alkalmazott kritériumoktól függetlenül alapvető fontosságú lenne, hogy a plafon állandó maradjon, és önkényesen, pl. politikai nyomásra reagálva ne legyen módosítható.

A stabilitási kötvény kibocsátásának e megközelítése kevésbé ambiciózus, mint a fenti teljes megközelítés, így gazdasági és pénzügyi előnyei is szerényebbek. A tagállami kötvényekkel és garanciális struktúrával szembeni elsőbbségük révén a stabilitási kötvények igen alacsony hitelkockázatot jelentenének, amelyet a magas hitelminősítés (AAA) tükrözne. Emiatt a stabilitási kötvények hozama az euróövezet jelenlegi AAA minősítésű államkötvényeinek hozamához lenne hasonló. Következésképp az ennek megfelelő előnyökkel lehetne számolni az euróövezet pénzügyi stabilitása, a monetáris politika transzmissziója és az euró nemzetközi szerepe tekintetében, bár ezek mértéke kisebb lenne mint az első, ambiciózusabb megközelítés esetében, amely szerint a tagállami kibocsátást teljes egészében a stabilitási kötvények váltanák ki. Minthogy a stabilitási kötvények kibocsátásában a megállapított plafon elérésének szakasza több évig is eltarthat, a kezdeti

[22] Delpla és von Weizsäcker szerint a magas vissza nem fizetési kockázat miatt a piros kötvényeket nagyrészt ki kell szorítani a bankrendszerből azáltal, hogy az EKB refinanszírozási műveleteihez nem használhatók fel, és a bankrendszerben szigorú tőkekövetelmények vonatkoznak rájuk.

szakaszban a stabilitási kötvény igen széles körű hozzáférést biztosíthat a pénzügyi piacokhoz valamennyi tagállam számára. Ezáltal leküzdhetők az egyes tagállamokat érintő esetleges likviditási problémák, ugyanakkor ebben a szakaszban felmerülhet a 2.1. szakaszban a teljes kibocsátásnál leírt erkölcsi kockázat. Mivel ez utóbbi tagállamoknak a stabilitási kötvényekre vonatkozó plafon elérésekor vissza kellene térniük a tagállami kibocsátás rendszerébe, biztosítékot kellene nyújtaniuk arra, hogy ennek során végrehajtják azokat a költségvetési kiigazításokat és strukturális reformokat, amelyek a befektetők megnyugtatásához szükségesek és így a bevezetési időszakot követően biztosítják a piachoz való hozzáférést. Az újonnan kibocsátott tagállami kötvények hozama azonban alárendeltségük miatt nőne. A stabilitási kötvények kellően nagy arányú kibocsátását feltételezve a piac végül várhatóan likviddé válna, de kisebb mértékben, mint akkor, ha minden kibocsátás stabilitási kötvény formájában történne, mivel a fennmaradó tagállami kötvények továbbra is rendelkeznének bizonyos piaci részesedéssel.

Ugyanakkor a stabilitási kötvények kibocsátására vonatkozó előfeltételek valamivel enyhébbek lennének ebben a megközelítésben. A stabilitási kötvények kibocsátási plafonjának meghatározása hozzájárulna az erkölcsi kockázat mérsékléséhez, mivel a fennmaradó tagállami kibocsátás útján bizonyos mértékű piaci fegyelmet biztosítana. Az erkölcsi kockázat, a piaci fegyelem és a továbbterjedési kockázat kapcsolata azonban nem egyértelmű a stabilitási kötvények megfelelő plafonjának meghatározásában. A stabilitási kötvények viszonylag alacsony plafonja (ez nagy mennyiségű fennmaradó tagállami kibocsátást jelent) korlátozná az erkölcsi kockázatot, de fenntartaná a tagállamok jelenlegi magas adósságszintjét, amely miatt a tagállamok ki vannak téve a saját kibocsátás katasztrofális nemteljesítése jelentette kockázatnak. A katasztrofális nemteljesítés az euróövezet egészére nézve továbbterjedési kockázatot hordoz. A stabilitási kötvények viszonylag magas plafonja (ez kis mennyiségű fennmaradó tagállami kibocsátást jelent) esetében az erkölcsi kockázat nagyobb, ugyanakkor továbbra is fennáll a tagállamok nemteljesítésének lehetősége, amelynek hatása azonban kevésbé katasztrofális, és az euróövezet egészére nézve kisebb továbbterjedési kockázatot hordoz. A költségvetési fegyelmet és gazdasági versenyképességet tagállami szinten biztosító szilárd keretre itt is szükség lenne a stabilitási kötvények kibocsátásának megalapozásához, bár a tagállami kibocsátás megtartása révén biztosított piaci fegyelem miatt a szuverenitás átruházása esetleg kevésbé drámai, mint a stabilitási kötvények teljes kibocsátását feltételező megközelítésben. A plafon megválasztása egyúttal meghatározná a stabilitási kötvény valószínű hitelminőségét is. A viszonylag alacsony plafon megalapozná a stabilitási kötvények hitelminőségét azáltal, hogy korlátozza az erősebb egyetemleges kezességgel fedezett adósságmennyiséget[23]. A stabilitási kötvényekért vállalt egyetemleges kezesség szinte bizonyos, hogy a Szerződés módosítását igényelné.

A bevezetés folyamata ebben a megközelítésben is többféleképpen szervezhető meg a bevezetés kívánt ütemétől függően. Gyorsított bevezetés esetén a le nem járt euróövezeti államkötvények bizonyos hányadát előre meghatározott időpontban, előre meghatározott tényezők szerint stabilitási kötvények váltanák ki. Ezzel gyorsan létrejönne a le nem járt stabilitási kötvények kritikus tömege és egy olyan likvid piac, amelyre vonatkozóan az irányadó hozam teljes görbéje felrajzolható. Ugyanakkor jelenthetné azt is, hogy a legtöbb

[23] Bruegel javaslata a maastrichti kritériumból kiindulva a plafont a GDP 60 %-ában rögzíti, de születtek ennél alacsonyabb plafonról szóló javaslatok is. Sőt, megfogalmazódott az is, hogy a kellőképpen alacsony plafon gyakorlatilag garantálja, hogy az eurókötvények esetében a vissza nem fizetési kockázat nulla. A vissza nem fizetési kockázat árazásában szokásos feltételezés szerint nemfizetés esetén az adósság 40 %-a térülhet meg. E szempontot az államadósságra alkalmazva a megtérülési érték alatti plafon azt jelentené, hogy a közös konstrukcióban kibocsátott állampapírok adósságszolgálatára a körülményektől függetlenül sor kerül.

tagállam a plafont az átváltás pillanatában eléri, és arra kényszerül, hogy továbbra is a tőkepiacokról vonjon be forrást tagállami kibocsátás útján. A jelenlegi piaci helyzetben ez egyes tagállamok számára hátrányos lehet. Fokozatosabb bevezetés esetén a tagállamok teljes – vagy csaknem teljes – bruttó új kibocsátása stabilitási kötvény formájában történne a stabilitási kötvények kibocsátási plafonjának eléréséig. Mivel több évig kizárólag (vagy túlnyomórészt) stabilitási kötvények kibocsátására kerülne sor, ez a megközelítés hozzájárulna a piaci nyomás mérsékléséhez, és időt adna a sérülékeny tagállamoknak arra, hogy reformjaik hatása érvényesüljön. Az átmeneti időszak azonban sajátos kihívásokat támaszt, hiszen a nagyobb arányban eladósodott országokra jellemző a nagyobb mértékű és gyakoribb refinanszírozás. Egyéb megállapodás hiányában adósságuk stabilitási kötvényekkel való kiváltása a plafon mértékéig az átlagnál gyorsabb, míg a plafon alatti adóssággal rendelkező tagállamok esetében ez hosszabb ideig tart. Következésképpen az esetleges egyetemleges kezességgel fedezett egyedi kockázat az átmeneti időszakban a magasabb szegmens felé tolódna, ezzel szemben az AAA minősítésű tagállamokat kompenzáló likviditási hatás csekély maradna. Szükséges lehet, hogy a kormányzási intézkedések e sajátosságot tükrözzék. Alternatív megoldás lehet például az évente előre megállapított plafon rögzítése, amely nulláról fokozatosan emelkedik a hosszú távon elérni kívánt szintre.

A Szerződés szükséges módosításai miatt e megközelítés megvalósítása az első megközelítéshez hasonlóan szintén időigényes lehet, de mivel a piaci jelzések és fegyelmezés részleges szerepe miatt a gazdasági kormányzásban és a költségvetési gazdálkodásban kisebb mértékű módosítások indokoltak, a megvalósítási folyamat egyszerűbb és gyorsabb lehet.

3. keretes szövegrész: Adósság-visszavásárlási megállapodás és biztonságos kötvények

A részleges kibocsátási megközelítés sajátos példájaként a Német Közgazdasági Szakértők Tanácsa (GCEE) 2011/12-es éves jelentésében[24] a biztonságos kötvényekre vonatkozó javaslatot fogalmazott meg a teljes euróövezetre kiterjedő adósságcsökkentési stratégia részeként, amelynek célja, hogy az államadósság szintjét ismét a Maastrichti Szerződésben rögzített 60 %-os szint alá csökkentse.

A stratégia egyik pillére egy ún. adósság-visszavásárlási alap. A visszavásárlási alap az egyes euróövezeti tagállamok bruttó hazai termékének 60 %-át meghaladó államadósságot gyűjtené össze, közös felelősségvállalás mellett. Meghatározott konszolidációs ütemterv mentén minden részes tagállam köteles lenne az átruházott adósságot 20–25 éves időszak alatt visszaváltani. A törlesztési szakaszban vállalt közös felelősség révén biztonságos kötvények jönnének létre. A gyakorlatban a visszavásárlási alap biztonságos kötvényeket bocsátana ki, és az ebből befolyt összegből a részes tagállamok az előzetes megállapodás szerinti folyó, a le nem járt kötvények visszavásárlásával és az új hitelfelvétellel kapcsolatos finanszírozási szükségleteiket fedeznék. Az adósság átruházása így fokozatosan, körülbelül öt év alatt menne végbe. A GDP 60 %-át meghaladó államadóssággal rendelkező tagállamoknak így a bevezetési szakaszban nem lenne szükségük piaci finanszírozásra akkor, ha az előzetesen megállapított adósságcsökkentési ütemtervet betartják. A bevezetési szakaszt követően az euróövezetben a fennálló adósság szintjei a következők lennének: i. a tagállami GDP legfeljebb 60 %-át kitevő államadósság, ii. a visszavásárlási alapra átruházott adósság, amely az átruházás időpontjában fennálló adósság fennmaradó részét tenné ki. Nyitott kérdés marad például az alap kockázata, és az alapban szereplő kötvények fedezete miatti *de facto* elsőbbségre gyakorolt hatás.

[24] Megjelent 2011. november 9-én, http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrsgutachten.html, 9–13. és 184–197. bekezdés.

A GCEE adósság-visszavásárlási megállapodás az (átmeneti) közös kibocsátást és a költségvetési kiigazításokra vonatkozó szigorú szabályokat ötvözi. A javasolt intézkedések nem alkotnak az e zöld könyv értelmében vett stabilitási kötvényekre vonatkozó javaslatot annyiban, hogy a közös kibocsátás átmeneti lenne, és csak a GDP 60 %-át meghaladó arányú államadóssággal rendelkező tagállamok vennék igénybe. A GCEE inkább olyan átmeneti finanszírozási eszköz bevezetését javasolja, amely valamennyi euróövezeti tagállamnak időt és pénzügyi mozgásteret enged arra, hogy államadósságát a GDP 60 %-a alá csökkentse. A cél elérésével az alap és a biztonságos kötvények automatikusan megszűnnek. A biztonságos kötvény így inkább válságkezelő eszköz, nem pedig az euróövezeti államkötvénypiacok állandó integrációjának módja. Bár átmeneti jellegű, az adósság-visszavásárlási megállapodás hozzájárulna a túlzott államadósság jelenlegi problémájának megoldásához.

2.3. Harmadik megközelítés: A tagállami kibocsátás részleges kiváltása stabilitási kötvények önálló kezesség mellett történő kibocsátásával

Ebben a megközelítésben a stabilitási kötvények kibocsátása a tagállami kibocsátást szintén csak részben váltaná ki, és az euróövezeti tagállamok arányos kezességére alapulna[25]. Ez a megközelítés a második megközelítéstől annyiban tér el, hogy a tagállamok felelőssége megmaradna a stabilitási kötvények rájuk eső részére, valamint a tagállami kibocsátásra vonatkozóan. Ugyanakkor a stabilitási kötvények és a tagállami kibocsátás elkülönítésével kapcsolatos kérdések köre, ezen belül a stabilitási kötvény plafonjának megválasztása a második megközelítéssel nagyrészt azonos.

A stabilitási kötvény e megközelítésében a közös kibocsátás kevesebb előnye érhető el, de kevesebb előfeltétel teljesítését is igényli. Az önálló kezesség mérsékelné az erkölcsi kockázatot. A tagállamok nem bocsáthatnának ki kötvényt úgy, hogy azzal más tagállamok esetlegesen jobb hitelminősítéséből hasznot húzzanak. A tagállami kötvénykibocsátás megtartása ezenkívül a tagállamokat a piac vizsgálatának és megítélésének tenné ki, amely esetenként erős visszatartó hatást fejthet ki a felelőtlen költségvetési magatartással szemben. Ez a megközelítés korlátozott mértékben járulna hozzá a pénzügyi piacok hatékonyságához és stabilitásához, ugyanakkor könnyebben és gyorsabban megvalósítható. Az önálló kezesség révén a magas piaci kockázati prémiumot fizető tagállamoknak a második, és különösen az első megközelítéshez képest lényegesen kevesebb előnye származna az alacsony hozamú tagállamok hitelképességéből. Ilyen értelemben a harmadik megközelítés sokkal kisebb mértékben enyhítene egy euróövezeti államadósság-válságot, illetve annak a pénzügyi szektorra gyakorolt esetleges hatásait. Ugyanakkor ez a megközelítés a sokkal gyorsabb megvalósítás lehetősége miatt a másik két megközelítéssel szemben hozzájárulhat a jelenlegi államadósság-válság kezeléséhez.

E megközelítés központi kérdése az lenne, hogy a stabilitási kötvények milyen jellegű kezességvállalásra épülhetnek. Hitelminőség-javítási eszközök hiányában az önálló kezességen alapuló stabilitási kötvény hitelminősége legfeljebb az euróövezeti tagállamok hitelminősítésének (súlyozott) átlagával egyezhet meg. Sőt, meghatározhatja a legrosszabb besorolású tagállam hitelminősítése is, ha a stabilitási kötvény nem élvez hitelt érdemlő elsőbbséget a tagállami kibocsátással szemben valamennyi tagállam esetében (lásd alább). Ez ronthatja az eszköz elfogadottságát a befektetők és a jobb besorolású tagállamok körében, és alááshatja a stabilitási kötvények előnyeit, főként annak a pénzügyi stresszel szembeni ellenállóságát.

Az e megközelítés szerinti stabilitási kötvények jobb elfogadottsága a mögöttes kezesség minőségének javításával lenne elérhető. A tagállamok elsőbbséget biztosíthatnak a stabilitási kötvények adósságszolgálatának. Ezenfelül a tagállamok fedezetet is nyújthatnak, például készpénzben, a legtöbb EU-tagállamban a szükségleteket meghaladó mértékű aranytartalékok terhére, vagy egyes adóbevételeknek a stabilitási kötvények adósságszolgálata céljára való elkülönítésével. A közös részre egyetemleges kezesség vállalását feltételező második megközelítésnél a harmadik megközelítés megvalósíthatósága jobban függ a közös kibocsátó előre sorolásától, valamint a közös kibocsátás körültekintően rögzített határértékétől. Ez jelzi azt, hogy alapos vizsgálatnak kell alávetni ennek a lehetőségnek a jelenleg forgalomban lévő, esetlegesen terhelési tilalom alá eső kötvényekre gyakorolt hatásait, és megfelelő megoldásokat kell keresni.

---

[25] Ezt a megközelítést a Giovannini-csoport jelentése (2000) is mérlegelte a decentralizált kibocsátás oldaláról; erre vonatkozó javaslatot utóbb De Grauwe és Moesen (2009), Monti (2010), valamint Juncker és Tremonti (2010) fogalmazott meg.

Míg rendes körülmények között az adósság egy adott ország által viselt költsége állandó vagy csökken, az adósság marginális költsége nő. Ez várhatóan hozzájárul az erkölcsi kockázat kezeléséhez és a költségvetési fegyelem megköveteléséhez még akkor is, ha a jobb kormányzás vagy költségvetési felügyelet nem nyilvánul meg konkrét formában. A stabilitási kötvény ezáltal kapcsolódna az újonnan kidolgozott kormányzási csomaghoz és erősítené azt akkor, ha a közös kibocsátásból finanszírozandó összegeket a stabilitási programokban rögzített költségvetési célokkal szoros összefüggésben határozzák meg, továbbá erősen ösztönözné az általános adósságszint gyors csökkentését[26]. E tekintetben feleslegessé tenné a Szerződés módosítását is. Ugyanakkor a stabilitási kötvény hitelminőségének fenntartása nagy valószínűséggel másodlagos jogalkotást igényel, amely rögzíti a stabilitási kötvény elsőbbségét.

A korábbi kötvények kezelésére kínálkozó alternatívák, valamint azok előnyei és hátrányai hasonlóak lennének a második megközelítésnél leírtakhoz.

Ez a lehetőség viszonylag gyorsan megvalósítható. Nem igényli a Szerződés módosítását, viszont a másodlagos jogalkotás segítheti az elsőbbségi elv megerősítését. Ezenfelül a stabilitási kötvények csak részben váltanák ki a tagállami kötvényeket.

2.3.1. A megközelítések ötvözése

Mivel a három megközelítés hatóköre, célja és megvalósítási ideje eltér, a megközelítések ötvözhetők is. A legambiciózusabbnak az első megközelítés tekinthető, amely a piaci integráció és a stabilitás erősítése szempontjából a legtöbb eredményt hozná, de megvalósítása igen időigényes lehet. Ezzel szemben az eltérő hatókörű és garanciális struktúrájú harmadik megközelítés alkalmasabbnak tűnik a gyorsabb megvalósításra. Ebből egyfajta kompromisszumigény adódik a stabilitási kötvények jellemzőinek és hatókörének célja, valamint a megvalósítás lehetséges üteme között. Ennek feloldására az egyes lehetőségek a fokozatos bevezetés folyamatán belüli lépéssorozatként ötvözhetők: kezdetben a részleges megközelítésen és önálló kezességen alapuló viszonylag korai bevezetéssel, amelyet az eszköz továbbfejlesztésére, valamint az abból adódó erősebb kormányzásra vonatkozó ütemterv egészít ki. Az előzetes politikai ütemterv megléte hozzájárulhat annak biztosításához, hogy a piac a stabilitási kötvényeket kezdettől fogva elfogadja.

2.3.2. Az euróövezeten kívüli tagállamokra és harmadik országokra gyakorolt hatások

A stabilitási kötvények rendszerében való részvételt rendszerint az euróövezeti tagállamok szempontjából képzelik el[27]. Ennek oka az az igény, hogy a tagállamok az állampapírok kibocsátását és a piacok fenntartását saját pénznemükben bonyolíthassák, továbbá hogy az eurókötvények a magasabb szintű gazdasági és politikai integráció keretébe illeszkedjenek. A stabilitási kötvények bevezetése és az azzal járó megerősített gazdasági kormányzási keret azonban ezeket a tagállamokat is érintené. A stabilitási kötvények segítette euróövezeti pénzügyi stabilitás közvetlenül és jelentős mértékben stabilizálná e tagállamok pénzügyi piacait és intézményeit is. Mindez bármely harmadik országra érvényes az euróövezettel meglévő gazdasági és pénzügyi kapcsolatai mértékétől függően. Másrészt a

[26] Hasonló, bár feltételezhetően a Szerződés módosítását igényli Bini-Smaghi javaslata, amely szerint az eurókötvényre arányos kezesség vonatkozna, de a kibocsátás joga a tagállamokról egy nemzetek feletti intézményre szállna át. A kibocsátásra a Tanács által elfogadott határértékek között kerülne sor a stabilitási programok éves elfogadásával összefüggésben, amely megakadályozná az egyes években rögzített adósságplafont meghaladó kiadásokat finanszírozó kibocsátást. Így „adósságfék" jönne létre, amely az érintett tagállamot időben meghozott döntésre kényszerítené akkor, ha államadóssága túlságosan megközelíti a megállapított határértéket.

[27] Annak ellenére, hogy különösen a harmadik megközelítésben az euróövezeten kívüli tagállamok részvétele is elképzelhető.

biztonságos eszközöknek a stabilitási kötvények révén kialakuló nagy és egészséges piaca fokozhatja a pénzügyi piacok között a befektetők érdeklődéséért folyó versenyt.

1. táblázat: A három fő lehetőség áttekintése

	(1. lehetőség)	(2. lehetőség)	(3. lehetőség)
Főbb jellemzők			
– A tagállami kötvények stabilitási kötvényekkel való kiváltásának mértéke	Teljes	Részleges	Részleges
– Garanciális struktúra	Egyetemleges	Egyetemleges	Önálló, kiegészítésekkel
Főbb hatások			
– az átlagos finanszírozási költségekre 1/ a stabilitási kötvény egészét tekintve 2/ országok között	1/ Közepes erősségű pozitív hatás az igen nagy mértékű likviditás miatt, amelyet nagy erkölcsi kockázat ellensúlyoz 2/ Az előnyök erőteljes eltolódása a jobb besorolású országok felől a rosszabbak felé	1/ Közepes erősségű pozitív hatás a közepes mértékű likviditás és a közepes erkölcsi kockázat miatt 2/ Az előnyök mérsékeltebb eltolódása a jobb besorolású országok felől a rosszabbak felé Bizonyos piaci nyomás a fokozottan eladósodott és rossz hitelminősítésű tagállamokon	1/ Közepes erősségű pozitív hatás, mérsékeltebb likviditási hatás, és a fokozott piaci fegyelem miatti jobb politikák 2/ Nincs országok között kifejtett hatás. Erősebb piaci nyomás a fokozottan eladósodott és rossz hitelminősítésű tagállamokon
– az esetleges erkölcsi kockázatra (megerősített kormányzás nélkül)	Magas	Közepes, a költségvetési fegyelem iránti erős piaci ösztönzőkkel	Alacsony, a költségvetési fegyelem iránti erős piaci ösztönzőkkel
– Európa pénzügyi integrációjára	Magas	Közepes	Közepes
– az uniós pénzügyi piacok nemzetközi vonzerejére	Magas	Közepes	Közepes
– a pénzügyi piacok stabilitására	Magas	Magas, de a tagállami kibocsátás fenntarthatatlan szintje esetén kihívásokkal	Alacsony, de a gyors megvalósításnak köszönhetően elősegítheti a jelenlegi válság kezelését

Jogi szempontok	A Szerződés módosítása valószínű	A Szerződés módosítása valószínű	A Szerződés módosítása nem indokolt, a másodlagos jogalkotás hasznos lehet
A megvalósítás szükséges minimális időtartama	Hosszú	Közepes–hosszú	Rövid

3. A STABILITÁSI KÖTVÉNYEK KÖLTSÉGVETÉSI KERETE

3.1. Háttér

A Stabilitási és Növekedési Paktum közelmúltban végrehajtott, új végrehajtási mechanizmusokat bevezető reformja megerősítette a költségvetési felügyelet keretét. Főként azokra az euróövezeti tagállamokra tekintettel, amelyekkel szemben túlzott hiány esetén követendő eljárás van folyamatban és/vagy pénzügyi segítséget kértek vagy kapnak, a közeljövőben a keret további megerősítése szükséges, összhangban az euróövezet állam- és kormányfői által nemrégen tett megállapításokkal, valamint a Bizottság két új rendeletre irányuló, a 136. cikk alapján benyújtott javaslatával:

– előzetes költségvetési tervek monitoringjára és értékelésére, valamint az euróövezeti tagállamok túlzott hiánya megszüntetésének biztosítására vonatkozó közös rendelkezésekről szóló rendeletre irányuló javaslat hármas célja: a) az európai szemeszter közös költségvetési ütemtervvel való kiegészítése, amelynek célja, hogy jobban összehangolja a tagállami költségvetések elkészítésének főbb lépéseit; b) a költségvetési politikák többoldalú felügyeleti rendszerének (a Stabilitási és Növekedési Paktum prevenciós ágának) a monitoringra vonatkozó további követelményekkel való kiegészítése annak érdekében, hogy a költségvetés terén megfogalmazott uniós szakpolitikai ajánlások megfelelően illeszkedjenek a tagállami költségvetések elkészítésébe; c) a tagállamok túlzott hiányának megszüntetésére alkalmazandó eljárás (a Stabilitási és Növekedési Paktum korrekciós ága) kiegészítése a túlzott hiány esetén követendő eljárás alá vont tagállamok költségvetési politikájának szorosabb felügyeletével a túlzott hiány időben történő tartós kiigazítása érdekében;

– a megerősített felügyeletről szóló rendeletre irányuló javaslat biztosítja, hogy az euróövezeti tagállamokat fokozott felügyeletnek vessék alá, ha súlyos pénzügyi zavarokkal küzdenek vagy ennek kockázata áll fenn, aminek célja az érintett tagállamok helyzetének gyors helyreállítása, valamint a többi euróövezeti tagállam védelme a kedvezőtlen hatások továbbterjedése ellen.

E két új rendelet a Stabilitási és Növekedési Paktum reformjából eredő mélyreható változásokkal együtt szilárd alapot képez az euróövezeti tagállamok költségvetési politikájának fokozott összehangolásához.

A stabilitási kötvény mindazonáltal erkölcsi kockázatot hordoz, így a választott lehetőségtől függően a keret további erősítése szükséges. A megerősített keret alábbi három vetülete határozható meg:

– Az utóbbi javaslatokon túlmenően lehetővé válna a fokozott felügyelet és beavatkozás a tagállami költségvetési politikák kialakítása és végrehajtása tekintetében. Biztosított lenne továbbá a stabilitási kötvények adósságszolgálata.

– Ugyanakkor a stabilitási kötvények puszta léte alapvető változásokat hozhat a költségvetési folyamatokban, különösen az allokációs mechanizmusok útján, emellett lehetővé teszi a költségvetési politikák szabályon alapuló keretének eredményes végrehajtását.

– A stabilitási kötvények rendszerébe való belépés költségvetési feltételekhez köthető, amely fokozná mind a jelenlegi kiigazítási tervek, mind a már működő rendszer hitelességét.

3.2. Fokozott felügyelet és beavatkozás a tagállami költségvetési politikák tekintetében

A legutóbbi és a végrehajtás előtt álló felügyeleti reformok szilárd alapot teremtenek a kockázatok korlátozásához, de további intézkedésekre lenne szükség. A keret megerősítése az EU felügyeleti keretére és a tagállami költségvetési keretekre egyaránt kiterjedhet.

A jelenleg tárgyalt változtatásokkal összhangban ez a költségvetés-tervezetek behatóbb vizsgálatát jelentené nemcsak a költségvetési problémákkal küzdő országokban, hanem valamennyi részes tagállamban. Bizonyos körülmények, például nagymértékű eladósodottság vagy hiány esetén a részes tagállamok az EU jóváhagyásával fogadhatnák el költségvetésüket. Ezenfelül sokkal szilárdabb keretek között kellene figyelemmel kísérni a költségvetés végrehajtását. Ez magában foglalhatja a rendszeres beszámolást közös költségvetési megbeszélések alkalmával, a költségvetési eredménytáblákra épülő riasztási mechanizmusok kialakítását, valamint a végrehajtási csúszások korrekciójának tényleges lehetőségét, például a költségvetési tartalékok előzetes tervezésével, vagy a költséges új intézkedéseknek a terv végrehajtásától függő bevezetésével.

A tagállami költségvetési kereteket viszonylag rövid távon erősíti a költségvetési keretekről szóló irányelv végrehajtása, amelynek gyorsítása indokolt. Ezenfelül tárgyalások folynak további lépések megtételéről, többek között olyan szabályok bevezetéséről, amelyek mentén a Stabilitási és Növekedési Paktum átültethető a tagállami jogba, lehetőség szerint alkotmányos szinten és megfelelő végrehajtási mechanizmusok mellett. A tagállami keretek alapvető megerősítésének egyéb lehetséges módjai közé tartozik a kötelező középtávú keretek elfogadása, a tagállami költségvetést megalapozó feltételezések független szervek általi értékelése, valamint a közigazgatás szintjei közötti hatékony koordinációs mechanizmusok köre. Ez utóbbi tekintetében az államadósság európai szintű összevonása is indokolhatja a közigazgatás alágazatainak összevont adósságkezelését.

A tagállami keretek fontos szerepet játszanak az uniós szintű felügyelet támogatásában. Például a költségvetések elkészítésének közös ütemezése elősegítené az uniós felügyeletet – tulajdonképpen a stabilitási kötvények allokációjának gyakorlati kivitelezéséhez ez szükséges is lehet. Hasonlóképpen a költségvetés végrehajtásának megfelelő uniós szintű figyelemmel kísérése az e célt szolgáló helyes tagállami intézkedésektől függ, ez pedig indokolhatja a közös ellenőrzési és közzétételi standardok bevezetését.

Olyan rendszer bevezetésére lenne szükség, amely hitelt érdemlően biztosítja a stabilitási kötvények előnyeit élvező valamennyi tagállam adósságszolgálatát. Ez azt jelenti, hogy a stabilitási kötvények adósságszolgálata, pontosabban a közös kibocsátást terhelő kamat megfizetése semmilyen körülmények között nem lehet kérdéses. Ennek egyik lehetősége kiterjedt uniós szintű beavatkozási hatáskör biztosítása lenne súlyos pénzügyi problémák esetén, ideértve az érintett tagállam egyfajta „gondnokság” alá helyezését. Az előző szakaszban említett második, a tagállami szuverenitást talán kevésbé sértő lehetőség lenne, ha a részes tagállamok rendelkeznének a stabilitási kötvények rendszerén belüli adósságszolgálat elsőbbségéről a tagállami költségvetés bármely egyéb kiadásával szemben. Az ilyen szabályokat kellő jogi szigor mellett, feltehetően alkotmányos szinten lenne szükséges bevezetni. Emellett és ezzel összhangban a stabilitási kötvények rendszeréből eredő kötelezettségeknek elsőbbséget kell élvezniük az esetlegesen megmaradó új tagállami kibocsátással szemben.

3.3. A stabilitási kötvény, mint a jobb költségvetési keret eleme

A stabilitási kötvények erkölcsi kockázattal járnak, egyúttal minden bizonnyal gyökeres változást hoznak a költségvetési politikák kidolgozásának és végrehajtásának körülményeiben. Ennek fő oka az, hogy a tagállami költségvetési politikákkal kapcsolatos iránymutatások konkrét számok formájában jelennének meg a részes tagállamok közötti hitelfelvételi arányok megállapítása során. A stabilitási kötvények működése ugyanis a bemutatott lehetőségek mindegyikénél előzetes tagállami hitelfelvételi plafon megállapítását feltételezi, amely meghatározná, legalábbis befolyásolná a tagállami költségvetést, különösen a szélesebb hatókörű első megközelítés esetében, amely szerint a részes tagállamok új finanszírozási szükségletét teljes egészében vagy túlnyomórészt a stabilitási kötvények fedeznék. Ebből a szemszögből a stabilitási kötvények nemcsak az erkölcsi kockázat lehetséges forrásának tekinthetők, hanem olyan tényezőnek is, amely a költségvetési politikák jobb összehangolását egy szabályon alapuló keret eredményes végrehajtásával segíti elő.

Ha – az első megközelítésnek megfelelően – az államháztartást teljes mértékben vagy túlnyomórészt stabilitási kötvényekből finanszírozzák, akkor a stabilitási kötvények rendszerén belül az allokáció keretét egyértelmű alapelvek mentén kell kijelölni:

(1) *Az allokációs maximumoknak helyes költségvetési szabályokra kell épülniük,* amelyekhez a természetes alapot a Stabilitási és Növekedési Paktum szerinti keret biztosítja. A szabályok ezáltal erősen ösztönöznék a felelős költségvetési magatartást.

(2) *Az iránymutatásoknak figyelembe kell venniük azt, hogy milyen mértékű rugalmasságot igényel* a váratlan fejlemények kezelése és a ciklikus politikák jelentette kockázat csökkentése. Alapvető kérdés, hogy a tagállami vagy euróövezeti szinten jelentkező sokkhatások kezeléséhez szükséges költségvetési rugalmasságot a stabilitási kötvények további kibocsátása, vagy – amennyiben megmarad – a tagállami kibocsátás tenné lehetővé. Minél nagyobb a rendszeren belüli rugalmasság, annál nagyobb szükség van korlátozó mechanizmusokra (például összesítő számlákra) a rugalmasság megállapított keretek között tartása, valamint a „kúszó adósság” elkerülése érdekében.

(3) *A szabályokba valószínűleg a kedvezőtlen költségvetési fejleményekre adott fokozatos válasz valamilyen formáját is be kell építeni.* A fokozatosság a felügyelet megerősítéseként és a tagállami költségvetési politikába való beavatkozás formájában is megjelenhet a korábban leírtak szerint.

Ezenkívül a rendszerben a helyes költségvetési politika pénzügyi ösztönzői is helyet kaphatnak. A stabilitási kötvények hozamát a piac határozná meg, ugyanakkor a finanszírozási költségek tagállamonként eltérhetnek költségvetési helyzetüktől, költségvetési politikájuktól, illetve piaci hitelképességüktől függően, amely a tagállami kibocsátást a közös kibocsátáshoz képest terhelő kockázati felárban fejeződik ki. Ez a rendszeren belül ösztönözné a helyes költségvetési politikát és a piaci fegyelemhez hasonló, ám annál zökkenőmentesebb és következetesebb hatással járna. Az önálló kezességet feltételező megközelítés szerint automatikusan meglévő ösztönző a tervtől való eltérés esetén „büntető” ráta útján fokozható.

3.4. A rendszerhez való csatlakozás költségvetési feltételei

Ahhoz, hogy a stabilitási kötvényben gyökerező elképzelés megvalósuljon és valóban stabilitást eredményezzen, a tagállamok makrogazdasági és költségvetési feltételektől függően csatlakozhatnának a rendszerhez, illetve maradhatnának azon belül. A stabilitási kötvényekhez való jogosultság megvonható lenne például azoktól a tagállamoktól,

amelyek a Stabilitási és Növekedési Paktum vagy a megerősített költségvetési keret alapján tett vállalásaikat nem teljesítették. További lehetőségként a költségvetési céljaikat nem teljesítő tagállamok új stabilitási kötvények kibocsátása esetén kiegészítő biztosíték nyújtására vagy kamatfelár fizetésére lehetnének kötelezhetők. A jogosultság a nemteljesítés mértékétől függően is korlátozható lenne: a központi költségvetés eltérése a tervtől GDP-arányos százalékpontonként a GDP arányában meghatározott százalékponttal korlátozná az érintett tagállam stabilitási kötvények kibocsátására való jogosultságát.

Ez a megközelítés várhatóan több előnnyel jár:

– Először, amennyiben egy tagállam a stabilitási kötvények rendszeréhez kíván tartozni, ez még inkább ösztönözné arra, hogy korábban vállalt konszolidációs és reformtörekvéseit teljes körűen megvalósítsa, hasonlóan az euró bevezetése érdekében vállalt erőfeszítésekhez.

– Másodszor, a pénzügyi piacok és általánosságban a társadalom a konszolidációs terveket hitelesebbnek tekintenék a stabilitási kötvények kilátásai fényében. Így a stabilitási kötvények rendszeréhez való csatlakozás esélye a bizalmat már viszonylag rövid távon is javítaná. A visszatérő bizalom voltaképpen a költségvetési kiigazításokat is elősegítheti egyes tagállamokban.

– Végül, a belépés és a további részvétel szigorú feltételei hozzájárulnának az adósságarány és a hitelfelvételi szükségletek mérsékléséhez még azelőtt, hogy az érintett tagállam a stabilitási kötvények rendszerében részt venne. Ezáltal csökkenthetők a kockázati prémiumok és a stabilitási kötvények hozama.

Ez a megközelítés egyben azt is jelenti, hogy a tagállamoknak kiegészítő finanszírozási lehetőségekkel is kellene rendelkezniük arra az esetre, ha az említett feltételeknek nem felelnek meg. A stabilitási kötvény tehát nem feltétlenül váltaná ki teljes mértékben az euróövezeti tagállamok kötvénykibocsátását. Szükséges lenne ezenkívül a csatlakozási feltételek teljesítését figyelemmel kísérő intézmény vagy testület kijelölése is (ez lehet például az adósságkezelő intézmény).

4. VÉGREHAJTÁSI KÉRDÉSEK

4.1.1. Szervezeti kialakítás

A stabilitási kötvények kibocsátásának megszervezésével kapcsolatban több technikai kérdést is tisztázni kellene. Elsősorban meg kellene határozni a finanszírozási műveletek intézményi struktúráját, vagyis azt, hogy központosított adósságkezelő intézmény jönne-e létre, vagy az alapvető funkciókat decentralizáltan látnák el a tagállamok államkincstárai és az adósságkezelő intézmények. A decentralizált szemlélet vonatkozásában a kibocsátást egységes feltételekkel és eljárások keretében kellene bonyolítani, és nagyfokú koordinációt igényelne. Bár a központosított szemlélettel a kötvénykibocsátások koordinációja elkerülhető, a tagállamok finanszírozási szükségleteivel kapcsolatos részletes és megbízható információk átadása itt is szükséges a kibocsátások tervezéséhez. A központi kibocsátó szerv kialakítására több lehetőség is elképzelhető: a) adósságkezelő intézményként eljárhat az Európai Bizottság, ami lehetővé tenné a stabilitási kötvény gyors bevezetését és az eszköz felhasználását a jelenlegi válság kezelésére; b) az EFSF/ESM teljes értékű adósságkezelő intézménnyé alakítható; c) új uniós adósságkezelő intézmény hozható létre[28], amelynek működésbe

[28] Az átmeneti időszakban a feladatot a Bizottság szerve látná el saját és ideiglenes tagállami adósságkezelő intézményi állománnyal, amely később szükség esetén az adósságkezelő intézményhez csoportosítható.

lépéséhez időre lenne szükség. A stabilitási kötvények bevezetésének pontos igazgatási költsége csak az egyéb részletek előzetes meghatározásával számítható ki. Nagysága a tagállamok költségvetésére is kihatna.

Fontos technikai kérdés, hogy a központosított adósságkezelő intézmény milyen módon kölcsönözné tovább a tagállamok részére a befolyt összegeket. Elvileg erre két lehetőség lenne, amelyek kombinálhatók is: a) a forrást az adósságkezelő intézmény közvetlen hitel formájában, kölcsönszerződés alapján továbbkölcsönzi a tagállam részére; b) az adósságkezelő intézmény az elsődleges piacon közvetlenül megvásárolja a tagállam valamennyi államkötvényét vagy azok megállapodás szerinti hányadát. A második lehetőség szerint az adósságkezelő intézmény szükség esetén a másodlagos piacon is vásárolhatna fennálló államadósságot.

Meg kellene szervezni a kötvények törlesztését is. Ennek legkézenfekvőbb módja a tagállami hatóságok általi átutalás a kibocsátást szervező részére, amely megszervezi a törlesztést a kötvényesek felé. Annak érdekében, hogy a piaci szereplők biztosra vehessék az adósságszolgálat teljesítését és azt, hogy a kifizetések során késedelemre nem kerül sor, az adósságkezelő intézménynek stabil és kiszámítható bevételi pénzáramokkal kell rendelkeznie. Noha e szerv kötelezettségeiért a tagállamoknak kellene kezességet vállalniuk, meg kellene győződni arról, hogy a kezesség elegendő-e, vagy pedig további fedezetre, készpénztartalékokra lehet szükség. A tagállamok jelenlegi adósságkezelő intézményei a tagállamok költségvetési intézményein belül működnek a kormányzatok adóemelési jogosultságának támogatásával. Egy nemzetek feletti adósságkezelő intézmény nem kapcsolódna közvetlenül az adóbevételekhez, ami ronthatja a kibocsátandó adósságinstrumentumok piaci elfogadottságát.

A stabilitási kötvények megléte mellett is szükséges lenne a tagállami likviditáskezelés. A gyakorlatban szinte lehetetlen a kötvénykibocsátást úgy kialakítani, hogy az tökéletesen megfeleljen a tagállamok fizetési forgalmának. Emiatt a stabilitási kötvények kibocsátását napi szintű likviditáskezeléssel kellene kiegészíteni, amelyet a tagállami hatóságok végezhetnének. Egy lehetséges megoldás szerint a stabilitási kötvények kibocsátása a középtávú finanszírozási szükségletekre összpontosítana, míg a tagállami hatóságok saját kifizetési profiljukat rövid lejáratú betétek, hitelek és kincstárjegyek útján kezelnék. A szervezeti kialakítástól függetlenül eljárásokat kellene kidolgozni az egyes tagállamok finanszírozási terveinek összehangolására, amelynek célja a benchmark kibocsátások kidolgozása és a teljes irányadó hozamgörbe meghatározása lenne.

4.1.2. Kapcsolat az ESM-mel

Ha a stabilitási kötvények az euróövezeti tagállamok részére történő közös kibocsátása céljából szervező intézmény jön létre, akkor szükségessé válhat tisztázni az európai stabilitási mechanizmussal való feladatmegosztást. Elvben két főbb álláspont lehetséges: az ESM lényegében feleslegesnek tekinthető, mivel a megerősített költségvetési felügyeleti szabályokkal társult közös kibocsátással a tagállami kormányzatok részére megszervezhető a szokásos finanszírozás csakúgy, mint a rendkívüli kiegészítő finanszírozás a súlyos nehézségekkel küzdő tagállamok részére. Ugyanakkor az adósságkezelés és a rendkívüli finanszírozás szerepeinek összevonása nem feltétlenül ideális, mert a szerepek keveredéséhez, az ösztönzők és a kormányzás gyengüléséhez, valamint egy túlzottan összetett finanszírozó intézmény létrejöttéhez vezethet. Ezért az ESM továbbra is működhetne önálló kötvénykibocsátóként, amely szervezőként rendkívüli finanszírozási szükségleteket elégít ki.

Az ESM-mel való kölcsönhatás megválasztása szintén függ a stabilitási kötvényekkel kapcsolatos megközelítéstől. A stabilitási kötvényekkel kapcsolatos első megközelítés esetében az ESM lényegében feleslegesnek tekinthető. E szerint a megközelítés szerint, amely

a tagállamok finanszírozási szükségleteinek csaknem teljes fedezésével számol, a rendkívüli kiegészítő finanszírozási szükségletek is kielégíthetők. A helyzet sokkal kevésbé egyértelmű a második és harmadik megközelítés esetében, amelyek szerint a tagállamok a stabilitási kötvények közös kibocsátása mellett folytatnák a tagállami kibocsátást. Az ESM kerete akár felfogható a stabilitási kötvények felé tett első lépésként is. Mivel az ESM a tagállamok önálló kezességére épül, a stabilitási kötvényeknek a harmadik megközelítés szerinti, vagyis önálló kezességre épülő fokozatos bevezetését magában foglalhatja az ESM finanszírozási és kibocsátói tevékenysége, amely túllép a rendkívüli pénzügyi segítségnyújtás jelenlegi szerepén. Elvben egy későbbi szakaszban az ESM egyetemleges kezesség mellett is működhet.

4.1.3. A kibocsátás jogszabályi háttere

Szintén mérlegelni kell a stabilitási kötvények kibocsátásának megfelelő jogszabályi hátterét. Jelenleg az államkötvényeket a tagállami jog alapján bocsátják ki. Nemzetközi kötvénykibocsátás esetén gyakran alkalmazzák az angol jogot, vagy New York jogát akkor, ha a kibocsátás az Egyesült Államok piacát célozza meg. Ennek megfelelő uniós jog, amely alapján a stabilitási kötvények kibocsáthatók lennének, nem létezik. Bár nemzetközi kötvénykibocsátás esetén általános gyakorlat valamely külföldi jog alkalmazása, problémát jelentene, ha minden állampapírt az Egyesült Királyság vagy az USA joga alapján bocsátanának ki, mivel az angolszász esetjogi szemlélet sok uniós tagállam jogrendszerétől különbözik. Szükséges lenne továbbá az illetékes bíróság kijelölése is.

4.1.4. Dokumentáció és piaci konvenciók

Szükséges lenne meghatározni a forgalomba hozatal módját, az értékpapírok jellemzőit, valamint a piaci konvenciókat. Elfogadott kibocsátó esetében a forgalomba hozatal előnyben részesített módja az aukció lenne. A szindikálás előnye, hogy a pénzügyi ágazat részt vesz az eszközök forgalmazásában, továbbá egy adott értékpapír árazása kiszámíthatóbb. Ezenkívül szindikálás útján jellemzően nagyobb mennyiség hozható forgalomba, amely a lakossági befektetőkhöz is eljut. Mindezen felül szükséges lenne különféle értékpapír-jellemzők és piaci konvenciók meghatározása is. Ezek közül a legfontosabbakkal a 4. melléklet foglalkozik.

4.1.5. Számviteli kérdések

További tisztázásra szoruló kérdés a stabilitási kötvényeknek a tagállami számviteli szabályok szerinti kezelése. Különösen azt a kérdést érdemes vizsgálni, hogy a különböző garanciális struktúrákban kibocsátott stabilitási kötvények milyen hatást gyakorolnának a tagállamok GDP-arányos államadósságára. Lényeges szempont lesz az új kibocsátó szervezet jellege.

5. KÖVETKEZTETÉSEK ÉS TOVÁBBI LÉPÉSEK

A stabilitási kötvények euróövezeti tagállamok általi közös kibocsátása jelentős előnyökkel járhat. Ezek közé tartozik a belső piac mélyítése és a tőkepiacok hatékonyabbá tétele, a pénzügyi szektor és az államadósság finanszírozásának nagyobb stabilitása és sokktűrő képessége, az euróövezeti pénzügyi piacok és az euró globális vonzerejének növelése, valamint a túlzott piaci pesszimizmus által az állami hitelfelvétel költségeire gyakorolt hatás mérséklése.

A stabilitási kötvények bevezetése azonban jelentős kihívásokat is támaszt. Ezek meggyőző kezelése szükséges az előnyök teljes körű realizálásához, valamint az esetleges káros hatások elkerüléséhez. Különösen szükség lenne a költségvetési fegyelmet és a

gazdasági versenyképességet tagállami szinten biztosító, kellően szilárd keretre, valamint – főként az egyetemleges kezességre épülő megközelítések esetében – a tagállami költségvetési politikák erőteljesebb beavatkozással járó uniós ellenőrzésére, amelynek célja az erkölcsi kockázat mérséklése az euróövezeti tagállamok körében, a stabilitási kötvények hitelminőségének megalapozása, valamint a jogbiztonság.

A stabilitási kötvények közös kibocsátásának lehetőségei három általános megközelítés köré csoportosíthatók. Ezek a következők: a tagállami kibocsátás teljes kiváltása stabilitási kötvények egyetemleges kezesség mellett történő kibocsátásával, a tagállami kibocsátás részleges kiváltása stabilitási kötvények hasonló kezesség mellett történő kibocsátásával, valamint a tagállami kibocsátás részleges kiváltása stabilitási kötvények önálló kezesség mellett történő kibocsátásával. E lehetőségekből különböző kompromisszumok adódnak a várt előnyök és a teljesítendő előfeltételek között.

Főként az Európai Unió működéséről szóló szerződés (EUMSZ) szükséges módosításának eltérő mértékéből adódóan az egyes megközelítések megvalósítási ideje eltér. A legszélesebb körű első megközelítés igényelné a Szerződés legjelentősebb módosítását és közigazgatási előkészületeket, mindkettőt a közös kötvények bevezetése és a gazdasági kormányzás ezzel párhuzamos megerősítése miatt. A második megközelítés szintén jelentős átfutási időt igényelne. Ezzel szemben a harmadik megközelítés a Szerződés lényeges módosítása nélkül, így rövid időtartamon belül is megvalósíthatónak tűnik.

E könyv felvetései és megállapításai feltáró jellegűek, és a mérlegelendő szempontok felsorolása nem feltétlenül teljes körű. Ezenfelül számos lehetséges előnyt és kihívást kizárólag minőségi oldalról mutat be. A különböző szempontok részletes számszerűsítése eredendően nehéz lenne, és/vagy több elemzést és adatot igényelne az érintettek részéről. Sok esetben a megoldandó problémákat és a meghozandó döntéseket a könyv meghatározza, de megoldást nem kínál.

Az e téren való előrelépéshez elengedhetetlen a további elemző munka és konzultáció. Az alapkoncepciók, a lehetséges célok és előnyök, a követelmények és a megvalósítás kihívásai közül több esetében behatóbb mérlegelésre és vizsgálatra van szükség. E tekintetben alapvető fontosságú a főbb érdekeltek véleménye. Így különösen fontos a megfelelő konzultáció a tagállamokkal, a pénzügyi piacok szereplőivel, a pénzügyi piacok ágazati szervezeteivel, tudományos szakemberekkel az Unión belül és azon kívül, valamint a szélesebb nyilvánossággal. E konzultáció eredményeinek tükröződniük kell a stabilitási kötvények esetleges bevezetésének nyomon követésében.

Ennek megfelelően a Bizottság széles körű konzultáció kezdeményezését határozta el[29] a zöld könyvvel kapcsolatban, amely [2012. január 8-án] zárul[30]. A Bizottság kikéri minden említett érdekelt véleményét, valamint egyéb intézmények tanácsát. A kapott visszajelzés alapján a Bizottság a továbblépés megfelelő módjával kapcsolatos álláspontját [2012. február közepéig] közli.

---

29 A vélemények valamennyi szokásos módon, így a külön erre a célra létrehozott e-mail címre is beküldhetők:
ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu;
(honlap: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

30 A kellő időben történő továbblépés érdekében a megszokott nyolchetes konzultációs időszaktól való eltérést indokolja az, hogy a stabilitási kötvények/eurókötvények koncepciójáról széles körben, meglehetősen hosszú ideje folyik a vita.

1. melléklet: Az állampapírpiacok alapvető számai

Tagállam	Államadósság			Központi államadósság	Államkötvények hozama	CDS-felárak	Hitelminősítés
	milliárd EUR, 2010 végén	a GDP %-ában, 2010 végén	az euróövezet %-ában, 2010 végén	a GDP %-ában, 2010 végén	éves %, 10 éves, 2011.11.8.	éves bázispont, 5 éves kontraktus, 2011.11.8.	Standard & Poor, 2011.11.8.
Belgium	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Németország	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Észtország	1,0	6,7	0,0	3,3	n/a	n/a	AA-
Görögország	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	n/a	CC
Spanyolország	641,8	61,0	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Franciaország	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Írország	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Olaszország	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Ciprus	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	n/a	BBB-
Luxemburg	7,7	19,1	0,1	17,4	n/a	n/a	AAA
Málta	4,3	69,0	0,1	68,9	n/a	n/a	A
Hollandia	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Ausztria	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Portugália	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Szlovénia	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Szlovákia	27,0	41,0	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Finnország	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Euróövezet	7822,4	85,4	100	71,6	n/a	n/a	n/a
p.i.: USA	*10258,0*	*94,4*			*2,08*	*47,5*	*AA+*

Forrás: Eurostat, IMF, S&P, Bloomberg

2. melléklet: A stabilitási kötvényekkel kapcsolatos szakirodalom rövid áttekintése

Tudományos szakemberek, pénzügyi elemzők és politikai döntéshozók számos tanulmányt tettek közzé az eurókötvény (stabilitási kötvény) gondolatával kapcsolatban. Ez a melléklet az eddig megjelent munkákat foglalja össze a bennük megfogalmazott javaslatok alapvető jellemzői szerinti csoportosításban.

- *Hitelminőség és garanciális struktúra:* A legtöbb szerző hangsúlyozza annak fontosságát, hogy az eurókötvény menedéket jelentene, amelyet a minősítése is tükrözne. A legmagasabb hitelminőség főként a garanciális struktúra és/vagy az elsőbbség útján lenne biztosítható. A szakirodalomban az eurókötvényhez kapcsolódó kezességvállalás két alapvető típusa körvonalazódik: i. egyetemleges (Jones, Delpla és von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero és Missale, J.P. Morgan), amelynél az egyes évek teljes eurókötvény-kibocsátásáért valamennyi tagállam kezességet vállal; ii. arányos (Juncker és Tremonti, De Grauwe és Moesen, BBVA), amelynél egy adott tagállam kezessége csak a kibocsátás meghatározott részére terjed ki. Favero és Missale kiemeli, hogy az egyetemleges kezességen alapuló eurókötvény mérsékelheti a válság továbbterjedésének kockázatát. Ugyanakkor az arányos kezességvállalást támogató szerzők szerint az csökkentheti az erkölcsi kockázatot. Capaldinál az arányos kezességvállalás hitelminőség-javítási eszközökkel (készpénztartalékkal, túljegyzéssel, tőkével stb.) ötvözve biztosítaná a legjobb hitelminősítést. Delpla és von Weizsäcker, a Barclays Capital, valamint Dübel javaslata szerint az eurókötvény hitelminőségét a tagállami kötvényekkel szembeni elsőbbség útján kell biztosítani: a megtérülési érték még az állami fizetésképtelenség szélsőséges esetében is elég magas lenne az előre sorolt kötvények adósságszolgálatához. Dübel némiképp eltérő megközelítésében az előre sorolt államkötvényekre részben az ESM nyújtana biztosítékot.
- *Erkölcsi kockázat:* A legfőbb érv a stabilitási kötvényekkel szemben a költségvetési fegyelem gyengébb ösztönzőiből adódó erkölcsi kockázat, amellyel valamennyi javaslat, különösen Issingé, a legkiterjedtebben foglalkozik. Egyes szerzők a tagállamok nevében kibocsátott eurókötvények mennyiségére vonatkozó határértéket javasolnak, amely gyakran a Stabilitási és Növekedési Paktumban rögzített 60 %-os adósságplafonhoz igazodik. Az ezt meghaladó hitelfelvételi szükségleteket tagállami kötvényekkel kellene finanszírozni. Ezt az elgondolást Delpla és von Weizsäcker vizsgálja a kék kötvények koncepciója keretében, amely szerint a kibocsátást célszerű megosztani a részes tagállamok egyetemleges kezességvállalásával kibocsátott, rendkívül likvid és biztonságos, előre sorolt kék kötvények, valamint a kizárólag tagállami kibocsátású, alárendelt piros kötvények között. A piros kötvények árazása ösztönözné a kormányzatokat arra, hogy megőrizzék uralmukat a költségvetés felett. Hasonlóképpen Jones és a Barclays Capital határértéket javasol mind az államadósságra, mind a hiányra vonatkozóan, amely lehetővé tenné a GDP-arányos adósság fokozatos csökkentését. Az eurókötvények korlátozott kibocsátásán túl Favero és Missale azt javasolja, hogy az erkölcsi kockázat kezelése az egyes tagállamok által fizetett kamatok indexálására épülő kompenzációs rendszerben történjen, ahol az indexálás a tagállamok hitelkockázati felárának vagy költségvetési paramétereinek függvénye. Boonstra, De Grauwe és Moesen, a BBVA és a Natixis különféle változatokat javasol egyfajta bonus/malus rendszerre, amelyben az egyes tagállamok besorolása attól függ, hogy milyen mértékben képesek csökkenteni államháztartási hiányukat és államadósságukat.
- Valamennyi szerző egyetért abban, hogy bármely eurókötvény-projekt sarokköve a fokozott költségvetési fegyelem kell, hogy legyen, függetlenül a projekt hatókörétől vagy garanciális struktúrájától. A piros (tagállami) kötvények kibocsátásán túl Favero és Missale

a részvételt a legjobb hitelminősítésű tagállamokra korlátozná, vagy pedig csak rövid lejáratú, alacsony kockázatú eszközök, pl. kincstárjegyek kibocsátását tenné lehetővé. A Barclays, a BBVA, Delpla és von Weizsäcker, Eijffinger, Becker és Issing független költségvetési ellenőrzési szervek, valamint a költségvetési és gazdaságpolitikákat koordináló speciális euróövezeti szervek létrehozását javasolja. Delpla és von Weizsäcker összetett rendszerében az éves allokációra független stabilitási tanács tenne javaslatot. Az allokációt ezt követően a részes tagállamok parlamentjei hagynák jóvá, amelyek költségvetési hatáskörrel rendelkeznek a kék eurókötvények kibocsátásához szükséges kölcsönös kezességvállaláshoz. A javasolt allokációt elutasító tagállam tehát úgy döntene, hogy a soron következő évben nem bocsát ki kék eurókötvényt, és az adott évjárat kék kötvényeiért sem vállal kezességet. Boonstra javaslata szerint a szabályokat megsértő tagállamokat azonnali és súlyos büntetéssel, pl. az EU költségvetéséből származó források megvonásával és az EKB szerveiben meglévő szavazati joggal járó politikai befolyás elvesztésével kellene szankcionálni.

– *A kibocsátás gyakorlati szempontjai:* A legtöbb szerző közös adósságkezelő intézmény létrehozását javasolja a kötvénykibocsátás és az adósságkezelés koordinálása céljából. A kék és piros kötvényekre épülő javaslatok szerint az adósság tagállami részét a tagállamok államkincstárai kezelnék.

– *A részes tagállamok köre:* Becker az eurókötvény-rendszerben való részvétel lehetőségeit veszi sorra. Ezek a következők: i. azonos besorolású országok közös kötvénykibocsátása; ii. a közös kötvények eseti jellegű kibocsátása, hasonlóan egyes német szövetségi tagállamok kibocsátásaihoz; iii. a GMU-tagállamok részvétele a közös államkötvény-kibocsátásban a fellendülés során végrehajtott erőteljes költségvetési konszolidáció feltételéhez kötötten; iv) a Németország és Franciaország javasolta egyetlen rövid lejáratú eszköz, vagy közös európai piac kizárólag kincstárjegyek számára.

3. melléklet: A meglévő kapcsolódó eszközök áttekintése

1. Európai Unió

Az Európai Unió nevében az Európai Bizottság jelenleg három olyan programot működtet, amelynek keretében adósságinstrumentumok tőkepiaci kibocsátása útján hitelezhet, többnyire „back-to-back" alapon. Mindhárom keretében állami hitelezésre van lehetőség. Az EUMSZ felhatalmazza az Uniót arra, hogy a megbízatása teljesítéséhez szükséges pénzügyi források mozgósítása érdekében hitel- és garanciaprogramokat fogadjon el.

- A *fizetésimérleg-program (BoP)* keretében az EU pénzügyi segítséget nyújt olyan nem euróövezeti tagállamok részére, amelyeknél a súlyos fizetésimérleg-problémák komoly veszélye áll fenn (EUMSZ, 143. cikk).
- Az *EFSM-program* feljogosítja az Európai Bizottságot arra, hogy az EU nevében hitelmegállapodást kössön, amely alapján a 2010. május 11-i 407/2010/EU tanácsi rendelettel létrehozott európai pénzügyi stabilizációs mechanizmus (EFSM) keretében nyújtott hiteleket finanszírozza. 2010 decembere óta Írország és Portugália részére 22,5, illetve 26 milliárd EUR összegű segítségnyújtási programot fogadtak el.
- A *makroszintű pénzügyi támogatási program (MFA)* az Európai Unión kívüli országoknak nyújt hitelt. Az MFA szakpolitikai alapú pénzügyi eszköz, amelynek keretében feltétel nélküli és célhoz nem rendelt fizetésimérleg-támogatást nyújtanak az EU-val partneri viszonyban lévő harmadik országoknak (EUMSZ, 212. és 213. cikk). A támogatás közép- vagy hosszú lejáratú kölcsönök vagy támogatások, illetve ezek kombinációjának formáját ölti, és valamely IMF által támogatott reformprogram keretében nyújtott finanszírozást egészít ki[31].

Hitelminősítés

Az EU AAA minősítése több tényezőt tükröz. A felvett hitelek az EU közvetlen és feltételhez nem kötött kötelezettségvállalását képezik, valamennyi uniós tagállam kezességével. A költségvetési források csaknem teljes mértékben a tagállamok parlamentjeiktől független befizetéseiből, ezen belül az Unióba irányuló importra kivetett vámokból és illetékekből, valamint az egyes tagállamok HÉA-bevételét és bruttó nemzeti jövedelmét terhelő hozzájárulásból származnak. Ez alapján az EU által kibocsátott kötvények kockázati súlya nulla, és az EKB fedezetként elfogadja azokat.

Valamennyi hitelfelvétel esetében a befektetők végső soron az EU, és nem a finanszírozott hitelek kedvezményezettjeinek hitelkockázatát viselik. A kedvezményezett nemteljesítése esetén a kifizetés az EU költségvetéséből történik (2011-ben 127 milliárd EUR). Az EUMSZ kötelezi az EU-tagállamokat arra, hogy biztosítsák az EU valamennyi kötelezettségének teljesítéséhez szükséges forrásokat.

Az uniós kibocsátás alapvető jellemzői

Az EU az eddigiekben benchmark-névértéken hajtott végre kibocsátásokat a középlejáratú eurókötvény-kibocsátási program (EMTN) keretében, amelynek keretét az EFSM-kibocsátásokat figyelembe véve 80 milliárd EUR-ra bővítették. Benchmark-kibocsátásokra 2008 vége óta a válság nyomán ismét sor kerül.

Az EFSM keretében Írország és Portugália részére történő segítségnyújtással az EU gyakori benchmark-kibocsátóvá vált. Az EFSM teljes 2011. évi hitelfelvételi konstrukciója mintegy 28 milliárd EUR összegű (Írország részére 13,9 milliárd, Portugália részére 14,1 milliárd

[31] További információk: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

EUR), a BoP és az MFA keretében 2 milliárd EUR. A finanszírozás kizárólag euró alapon történik.

Az EU segítségnyújtása középtávú, általában 5–10 éves futamidővel, ennek tartománya azonban 3–15 évre, esetenként 30 évre bővíthető.

A „back-to-back" továbbkölcsönzés garantálja, hogy az EU költségvetését nem terheli kamat- vagy árfolyamkockázat. A „back-to-back" módszertől függetlenül a kötvény adósságszolgálatával kapcsolatos kötelezettség az Uniót terheli, ami garantálja valamennyi kötvény időben történő törlesztését.

Gyakori benchmark-adósként a fenti paraméterekkel az EU likvid hozamgörbére törekszik. Az EU a vezető szervezők útján másodlagos piacot biztosít, minden esetben vételi és eladási árat is megjelöl, és figyelemmel kíséri a kötelezettségek teljesülését.

Az uniós finanszírozás meghatározása

Az Unió kizárólag a tőkepiacokon, és nem a többi tagállam által nyújtott pénzeszközökből vagy a költségvetésből finanszírozott hitelt nyújt.

A bevont forrást elvben „back-to-back" alapon, vagyis azonos kamattal, futamidővel és összegben továbbkölcsönzik a kedvezményezett tagállamnak. A „back-to-back" elv korlátokat szab az uniós kibocsátás számára, vagyis a kibocsátott pénzügyi eszközök jellemzőit a hitelezési ügylet határozza meg, ami azt jelenti, hogy a hiteltől eltérő futamidő vagy összeg nem finanszírozható.

A Tanács az egyes tagállamok hitelcsomagjaira vonatkozóan határozatban rögzíti azok teljes összegét, törlesztőrészleteit és az átlagos futamidő maximumát. Ennek alapján a Bizottságnak és a kedvezményezett tagállamnak közösen állapítja meg a hitelezési/finanszírozási paramétereket, valamint a törlesztés és a folyósítás részleteit. Emellett az első részleten kívül a hitel valamennyi részlete az IMF-csomagokhoz hasonlóan különböző szakpolitikai feltételek teljesítésétől függ, ami szintén befolyásolja a finanszírozás ütemezését. Ebből az következik, hogy a kibocsátás ütemezése és lejárata az EU kapcsolódó hitelezési tevékenységétől függ.

Az EFSM folyamata

(1) Az olyan tagállam, amelyet általa nem befolyásolható rendkívüli események folytán súlyos gazdasági vagy pénzügyi zavarok komoly veszélye fenyeget, az EFSM keretében uniós támogatást igényelhet.

(2) A támogatásról az Európai Unió Tanácsa az Európai Bizottság ajánlása alapján minősített többségi szavazással dönt.

(3) A tagállam gazdasági kiigazítási programról egyeztet az Európai Bizottsággal, az IMF és az EKB bevonásával.

(4) A kedvezményezett tagállam és az Európai Bizottság egyeztet az egyetértési megállapodás és a kölcsönszerződés részleteiről, és dönt azok végrehajtásáról.

(5) Az egyetértési megállapodás és a kölcsönszerződés aláírását, valamint a kedvezményezett tagállam folyósítási igényét követően megtörténik a források bevonása a nemzetközi tőkepiacokról, valamint az első részlet folyósítása. A további részletek folyósítására akkor kerülhet sor, ha a Tanács értékelése szerint a tagállam teljesítette a program feltételeit.

2. Európai pénzügyi stabilitási eszköz (EFSF)

Az európai pénzügyi stabilitási eszközt (EFSF 1.0) az euróövezeti tagállamok hozták létre az ECOFIN Tanács 2010. május 9-i ülésén hozott döntés alapján. Az EFSF 1.0 luxemburgi

bejegyzésű társaságként jött létre. Az EFSF alapvető célja az, hogy pénzügyi segítséget nyújtson az euróövezeti tagállamok részére. Egy 750 milliárd EUR összegű segítségnyújtási csomag keretében az EFSF az euróövezeti tagállamok 440 milliárd EUR összegre szóló kezességvállalásával kölcsönözhet tovább a pénzügyi nehézségekkel küzdő euróövezeti tagállamok részére, az EU és az IMF gazdasági kiigazítási programjában foglalt feltételek mellett.

Hitelezési kapacitás

Az EFSF 1.0 keretében az EFSF tényleges hitelezési kapacitása legfeljebb 225 milliárd EUR az EFSF-kötvények AAA minősítésének fenntartása érdekében (lásd lejjebb).

Hitelminősítés

A hitelminősítő intézetek az EFSF 1.0 eszközt AAA kategóriába sorolták. Az eredeti megállapodás (EFSF 1.0) alapján azonban ennek ára a szűkebb hitelezési kapacitás volt, mivel minden egyes EFSF-hitel fedezeteként i. AAA minősítésű tagállamok kezességvállalását, ii. az EFSF készpénztartaléka adott hányadának megfelelő készpénzt, és iii. hiteltől függő készpénztartalékot kellett biztosítani. Az AAA minősítés lényegében az alábbi négy elemre épül:

(1) *Garanciamechanizmus:* Az euróövezeti tagállamok közötti kezességi megállapodás értelmében a tagállamok visszavonhatatlan és feltétel nélküli kezességet vállalnak az EFSF által kibocsátott finanszírozási eszközök után esedékes kamat- és tőketörlesztésre. Ezenkívül a kezesség az EFSF tőke- és kamattartozásából az egyes euróövezeti tagállamokra eső rész 120 %-áig terjed, amelynek felső határa az EFSF-keretmegállapodás 1. mellékletében rögzített kezességvállalástól függ. A felső határból adódó hiányt az általános és a hiteltől függő készpénztartalék fedezi.

(2) *Készpénztartalék:* A hitelfelvevőnek juttatott forrásból levonásra kerül az előzetes szolgáltatási díj, amely az egyes hitelek aggregált tőkeösszegének 50 bázispontos hányadaként számítható ki, továbbá az egyes hiteleken azok ütemezett lejáratáig a szerződés szerinti kamatláb szerint halmozódó kamatrés nettó jelenértéke.

(3) *Hiteltől függő készpénztartalék:* A tagállamok részére történő hitelnyújtáskor az EFSF hiteltől függő készpénztartalékot képez olyan mértékben, hogy az egyes EFSF-hitelekre az AAA minősítésű garanciák, az EFSF készpénztartaléka adott hányadának megfelelő készpénz, valamint e hiteltől függő készpénztartalék teljes körű fedezetet nyújtsanak.

(4) *Esetleges további támogatás:* Az EFSF-keretmegállapodás értelmében az EFSF-program kerete a kezesek egyhangú jóváhagyásával módosítható. Az EFSF kapacitása azonban nem bővíthető korlátlan mértékben, mivel ez ronthatja a kezességet vállaló AAA besorolású államok hitelpozícióját. Ha bármelyikük elveszíti AAA minősítését, akkor az EFSF kapacitása az adott ország által kezességével fedezett összeggel csökken.

Az EFSF által kibocsátott kötvények kockázati súlya nulla, és felhasználhatók az EKB repóügyleteihez. Az EFSF hitelminősítését kedvezőtlenül érintheti az euróövezeti tagállamok, különösen az AAA besorolású kezesek hitelképességének esetleges romlása. Mivel az EFSF önálló kezességen alapul, egyetlen AAA besorolású, kezességet vállaló tagállam minősítésének lerontása egyéb hitelminőség-javítási eszköz hiányában az EFSF AAA minősítésének lerontásához vezet.

Feltételrendszer

Az EFSF által nyújtott pénzügyi segítség feltétele a gazdasági kiigazítási program megléte, amely tartalmazza az egyetértési megállapodásban kikötött szigorú szakpolitikai feltételeket. A Bizottság és a kedvezményezett tagállam az egyetértési megállapodásról az EKB és az IMF bevonásával egyeztet.

Döntéshozatal

Az EFSF keretében a források megítélése egyhangú határozattal történik.

3. Európai pénzügyi stabilitási eszköz (EFSF 2.0)

Az EFSF-keretmegállapodás módosítására a 440 milliárd EUR összegű hitelezési kapacitás teljes kihasználása érdekében került sor.

Hitelezési kapacitás

Az EFSF 2.0 keretében az EFSF tényleges hitelezési kapacitása legfeljebb 440 milliárd EUR az EFSF-kötvények AAA minősítésének fenntartása érdekében (lásd lejjebb).

Hitelminősítés

A hitelminősítő intézetek az EFSF 2.0 eszközt AAA kategóriába sorolták. Az EFSF tényleges hitelezési kapacitásának a maximális 440 milliárd EUR-ra való bővítése céljából sor került az EFSF-keretmegállapodás módosítására, amely alapján az AAA minősítésű tagállamok által vállalt kezesség 440 milliárd EUR-ig terjed. Így az AAA minősítés lényegében egyetlen elemen, a garanciamechanizmuson alapul.

Az euróövezeti tagállamok közötti kezességi megállapodás értelmében a tagállamok visszavonhatatlan és feltétel nélküli kezességet vállalnak az EFSF által kibocsátott finanszírozási eszközök után esedékes kamat- és tőketörlesztésre. Ezenkívül a kezesség az EFSF tőke- és kamattartozásából az egyes euróövezeti tagállamokra eső rész 165 %-áig terjed, amelynek felső határa az EFSF-keretmegállapodás 1. mellékletében rögzített kezességvállalástól függ. Az EFSF által kibocsátott kötvények kockázati súlya nulla, és felhasználhatók az EKB repóügyleteihez.

Az EFSF hitelminősítését kedvezőtlenül érintheti az euróövezeti tagállamok, különösen az AAA besorolású kezesek hitelképességének esetleges romlása. Mivel az EFSF önálló kezességen alapul, egyetlen AAA besorolású, kezességet vállaló tagállam minősítésének lerontása egyéb hitelminőség-javítási eszköz hiányában az EFSF AAA minősítésének lerontásához vezet.

Feltételrendszer

Az EFSF által nyújtott pénzügyi segítség feltétele az egyetértési megállapodásban kikötött szigorú szakpolitikai feltételrendszer. A Bizottság és a kedvezményezett tagállam az egyetértési megállapodásról az EKB és az IMF bevonásával egyeztet. A makrogazdasági kiigazítási program keretében nyújtott hiteleken kívül az EFSF hitelkeretet állíthat be, műveleteket hajthat végre az elsődleges és másodlagos kötvénypiacokon, továbbá programon kívüli hitelt nyújthat a pénzügyi intézmények feltőkésítése céljából.

Döntéshozatal

Az EFSF keretében a források megítélése egyhangú határozattal történik.

4. Európai stabilitási mechanizmus (ESM)

2011. március 24–25-én az EU állam- és kormányfői jóváhagyták az ESM létrehozását olyan állandó válságkezelő mechanizmusként, amelynek feladata az euró és az európai pénzügyi stabilitás védelme. Az ESM a világ legnagyobb pénzügyi intézménye lesz, amelynek

700 milliárd EUR jegyzett tőkéjéből 80 milliárd EUR kerül befizetésre. Az ESM eredetileg 2013 júliusában kezdte volna meg működését, azonban ezt várhatólag 2012 közepére hozzák előre.

5. Német tartományi közös kötvények

A német tartományi kötvénypiac speciális szegmensét képviselik az úgynevezett Jumbo-kötvények. Ezeket a német tartományok csoportja bocsátja ki. Az eddigi 38 Jumbo-kötvényt három–hét tartományból álló csoportok bocsátották ki, kivéve az 1997-es különösen nagy mennyiségű kibocsátást, amelyet tíz tartomány bonyolított közösen. Az eddigiek során a Jumbo-kötvények klasszikus kötvényként kerültek forgalomba valamivel 1 milliárd EUR feletti átlagos össznévértékben, amely több mint hétszerese az átlagos tartományi kibocsátások össznévértékének. A Jumbo-program résztvevői többnyire kis területű vagy lakosságú tartományok. A Jumbo-kötvények likvidebbek, mint a tipikus tartományi kötvények, így a tartományokat az egyetlen kibocsátó által kibocsátott kötvényhez képest alacsonyabb likviditási prémium terheli. Befektetői szempontból a Jumbo olyan strukturált kötvény, amely a részes tagállamokkal szembeni különálló követelésekből épül fel az egyes kibocsátók közös kibocsátáson belüli részarányának megfelelően. Így a tartományok önállóan felelnek a kibocsátásért.

A kötvény jellemzői

- Kibocsátási gyakoriság: általában évente 2–3 kibocsátás
- Futamidő: 5–10 év
- Kibocsátott össznévérték: 1–1,5 milliárd EUR
- A kibocsátást egy tartomány koordinálja, amely kifizetőként jár el.

Hitelminősítés

A kibocsátásokat a Fitch AAA kategóriába sorolta. Ennek hátterében az áll, hogy a Fitch az eddigiek során minden német tartományt AAA kategóriába sorolt a „Länderfinanzausgleich” miatt (ez a kiegyenlítési folyamat szolidaritási és hallgatólagos garanciamechanizmusként működik a tartományok között, valamint végső soron a tartományok és az állam között). Ez magyarázza a Fitch és az egyéb intézetek által adott minősítések közötti eltérést is. Meg kell jegyezni, hogy a Fitch jelenleg nem minősít minden német tartományt.

A Fitch szerint az AAA minősítés a közös kibocsátásban részt vevő hét tartomány egyedi hitelképességét tükrözi. Alapját a szilárd támogatási mechanizmusok képezik, amelyek a német szövetségi állam valamennyi tagjára vonatkoznak, továbbá a rendelkezésükre álló kiterjedt likviditási eszközök, amelyek biztosítják az időben történő kifizetést, és a tartományoknak a Német Szövetségi Köztársaságéval azonos hitelképességét. A Fitch figyelembe veszi azt, hogy a támogatási mechanizmusok a német szövetségi állam valamennyi tagjára, így a szövetségi kormányra és a 16 tartományra egységesen vonatkoznak. A tartományok gazdasági és pénzügyi teljesítményében mutatkozó különbségek nem lényegesek, mivel valamennyi tartomány egyformán jogosult a szövetségi kormány támogatására pénzügyi nehézségek esetén. A német tartományi közös kötvények kockázati súlya nulla, és felhasználhatók az EKB repóügyleteihez.

4. melléklet: Dokumentáció és piaci konvenciók

A 4. szakasz utalt arra, hogy a stabilitási kötvény bevezetéséhez szükséges lenne különféle értékpapír-jellemzők és piaci konvenciók meghatározása is. Ezek a következők lehetnek:

- A stabilitási kötvények joghatósága: Az EFSF- és EU/EFSM- kötvények kibocsátásának irányadó joga az angol jog, de ebben az esetben ez ellenállásba ütközhet.
- Az értékpapírok lejárati struktúrája: A stabilitási kötvényekkel kapcsolatos finanszírozási struktúra kialakításának célja i. benchmark-kibocsátások és hozamgörbe létrehozása, valamint ii. a finanszírozási költségek optimalizálása, mivel a hozamgörbe egyes szegmenseiben a kibocsátás a többihez képest költségesebb. A rövid lejáratú papírok (kincstárjegyek) a hosszabb lejáratú eszközökkel párhuzamos kibocsátása a fokozná kincstár rugalmasságát, és jelentős mértékben javítaná a forráshoz jutás lehetőségét.
- Kamattípusok (fix, változó, kamatmentes, inflációhoz kötött): Eleinte a benchmark állapot elérésének elősegítéséhez célszerű lehet a klasszikus értékpapír-struktúrák előtérbe helyezése. Ez segítheti a kapcsolódó derivatívák, különösen az opciók és határidős termékek létrehozását is.
- Az értékpapírokat jegyző tőzsde: Az EFSF- és EU/EFSM-kötvényeket jelenleg a Luxemburgi Értéktőzsde jegyzi. A stabilitási kötvény esetében ez túlzott korlátokat jelenthet, ugyanakkor a több tőzsdére való bevezetés többletköltséggel járhat.
- Teljesítési konvenciók: Ezeket úgy célszerű meghatározni, hogy hozzájáruljanak az eszközök vonzóvá tételéhez: a rövid lejáratú papírok esetében t+1 a rövid távú kincstári célok teljesítésének elősegítésére, és t+3 a hosszabb lejáratú értékpapírok esetében a nemteljesítési kockázat csökkentése érdekében.
- A befektetői bázis létrehozására és fenntartására vonatkozó stratégia: A potenciális befektetőkkel kapcsolatot kell kialakítani; ehhez szükséges lehet annak eldöntése, hogy érdemes-e elsődleges befektetői csoport meghatározása, milyen módon integrálható a lakossági szektor stb.
- Olyan kollektív fellépésre vonatkozó rendelkezések alkalmazása, amelyek lehetővé teszik a későbbi fizetőképességi problémák szervezett eljárás keretében történő megoldását.

Hivatkozások

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

Barclays Capital Economic Research: Euro Themes: A proposal to restore euro area stability, 2011. augusztus 18.

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

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

Bini-Smaghi, L.: European democracies and decision-making in times of crisis, a Hellén Európa- és Külpolitikai Alapítvány szervezésében tartott előadás, Poros, 2011. július 8. http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html

Boonstra, W.W.: The Creation of a Common European Bond Market. *Cahier Comte Boël*, 14. sz.. ELEC, 2010. április.

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

De Grauwe, P. – Moesen, W.: Gains for all: a proposal for a common euro bond. *Intereconomics*, 2009. május–június, 132–135. o.

Delpla, J. – von Weizsäcker, J.: The Blue Bond Proposal. *Breugel Policy Briefs*, 420. sz., Bruegel, Brüsszel, 2010.

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

EPDA/SIFMA: Towards a Common European T-bill, tájékoztató feljegyzés, 2009. március.

Eijffinger, S. C. W.: Eurobonds – Concepts and Implications, tájékoztató feljegyzés az Európai Parlament számára, 2011. március.

Favero, C. A. – Missale, A.: EU Public Debt Management and Eurobonds, in: *Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform*, Európai Parlament, Brüsszel, 2010, 4. fejezet.

Plickert, Ph.: Gemeinschaftsanleihen: Eurobonds erhöhen Zinslast um Milliarden. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 2011. július 19. http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/gemeinschaftsanleihen-eurobonds-erhoehen-zinslast-um-milliarden-11115183.html

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

Issing, O.: Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea, in: *3. fehér könyv*, Center for Financial Studies, Frankfurt, 2009.

Jones, E.: A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard. *ISPI Policy Brief*, 180. sz. 2010. március.

Jones, E.: Framing the Eurobond. *ISPI Commentary*, 2011. szeptember 1.

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

Monti, M.: Az egységes piac új stratégiája: Az európai gazdaság és társadalom szolgálatában. Jelentés az Európai Bizottság elnöke számára. http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_hu.pdf

Natixis: What bonus/penalty system for the Stability Bond? *Flash Economics,* 613. sz. 2011. augusztus 22.

Prodi, R. – Curzio, A. Q.: EuroUnionBond ecco ci che va fatto. *Il Sole 24 hore*, 2011. augusztus 23.

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

Schäuble, W.: Schäuble on Eurobonds and fiscal union, interjú Querentin Peellel. *Financial Times*, 2010. december 5. http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union

Juncker, J. C. – Tremonti, G.: Stability Bonds would end the crisis. *Financial Times*, 2010. december 5.