IL-KUMMISSJONI EWROPEA

Brussell, 23.11.2011
KUMM(2011) 818 finali

GREEN PAPER

dwar il-fattibiltà tal-introduzzjoni ta' Bonds ta' Stabbiltà

GREEN PAPER

dwar il-fattibiltà tal-introduzzjoni ta' Bonds ta' Stabbiltà

1. IL-MOTIVAZZJONI U L-PREKONDIZZJONIJIET GĦALL-BONDS TA' STABBILTÀ[1]

1.1. Kuntest

Din il-Green Paper għandha l-għan li tniedi konsultazzjoni pubblika wiesgħa dwar il-kunċett tal-Bonds ta' Stabbiltà, mal-partijiet rilevanti u interessati kollha, jiġifieri l-Istati Membri, l-operaturi fis-suq finanzjarju, l-assoċjazzjonijiet tal-industrija tas-suq finanzjarju, u l-akkademiċi, fi ħdan l-UE u lil hinn minnha, u l-pubbliku usa' sabiex tippermetti lill-Kummissjoni Ewropea tidentifika t-triq ix-xierqa li għandha tittieħed għal dan il-kunċett.

Id-dokument jevalwa l-fattibilità tal-ħruġ konġunt ta' bonds sovrani (minn hawn 'il quddiem "ħruġ konġunt") fost l-Istati Membri taż-żona tal-euro u l-kundizzjonijiet meħtieġa[2]. Il-ħruġ sovran fiż-żona tal-euro bħalissa jitmexxa mill-Istati Membri fuq bażi deċentralizzata, bl-użu ta'diversi proċeduri ta' ħruġ L-introduzzjoni ta' Bonds ta' Stabbiltà bi ħruġ konġunt tkun tfisser li jinġabar il-ħruġ sovran fost l-Istati Membri u jinqasmu l-flussi assoċjati tad-dħul u l-ispejjeż tas-servizzi tad-dejn. Dan ibiddel konsiderevolment l-istruttura tas-suq tal-bonds sovrani taż-żona tal-euro, li hu l-akbar settur tas-suq finanzjarju taż-żona tal-euro fis-sħuħija tagħha (ara l-Anness 1 għad-dettalji dwar is-swieq tal-bonds sovrani taż-żona tal-euro).

Il-kunċett tal-ħruġ konġunt ġie diskuss l-ewwel darba mill-Istati Membri fl-aħħar tas-snin disgħin, meta l-Giovannini Group (li ġie kkonsultat mill-Kummissjoni dwar l-iżviluppi tas-suq kapitali relatati mal-euro) ħareġ rapport li ppreżenta firxa ta' għażliet possibbli għall-koordinazzjoni tal-ħruġ tad-dejn sovran taż-żona tal-euro[3]. F'Settembru 2008, l-interess fil-ħruġ konġunt tqajjem mill-ġdid fost il-parteċipanti fis-suq, meta l-European Primary Dealers Association (EPDA) ippubblikat dokument ta' diskussjoni "A Common European Government Bond"[4]. Id-dokument ikkonferma li s-swieq tal-bonds tal-gvern taż-żona tal-euro baqgħu frammentati ħafna kważi 10 snin wara l-introduzzjoni tal-euro, u ddiskuta l-vantaġġi u l-iżvantaġġi tal-ħruġ konġunt. Fl-2009, is-servizzi tal-Kummissjoni reġgħu ddiskutew il-kwistjoni tal-ħruġ konġunt fir-rapport EMU@10.

---

1 Id-diskussjoni pubblika u l-letteratura normalment jużaw it-terminu "Eurobonds". Il-Kummissjoni tqis li l-karatteristika ewlenija ta' strument bħal dan tkun l-istabbiltà finanzjarja imtejba fiż-żona tal-ewro. Għalhekk, konformi mad-diskors tal-President dwar l-Istat tal-Unjoni tat-28 ta' Settembru 2011, din il-Green Paper tirreferi għal "Bonds ta' Stabbiltà".

2 Fil-prinċipju, il-ħruġ konġunt jista' jestendi wkoll għall-Istati Membri li mhumiex fiż-żona tal-euro, iżda jimplika riskju għar-rata tal-kambju. Diversi Stati Membri mhux taż-żona tal-euro diġà għandhom parti kbira tal-obbligazzjonijiet tagħhom denominati f'euro, u għalhekk dan m'ghandux jirrappreżenta ostakolu sinifikanti. L-Istati Membri kollha tal-UE jista' jkollhom interess f'li jingħaqdu mal-Bond tal-Istabbiltà, speċjalment jekk dan jgħin biex jitnaqqsu u jiġu assigurati l-ispejjeż tal-finanzjament tagħhom u jiġu ġġenerati effetti pożittivi fuq l-ekonomija permezz tas-suq intern. Mil-lat tal-Bond ta' Stabbiltà, akbar ma jkun l-għadd ta' Stati Membri li jeiħu sehem, x'aktarx ikunu akbar l-effetti pożittivi, partikolarment dawk li jkunu ġejjin minn likwiditá akbar.

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

4 Ara 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. .

L-intensifikazzjoni tal-kriżi tad-dejn sovran fiż-żona tal-euro qajmet dibattitu usa' dwar il-fattibilità tal-ħruġ konġunt[5]. Numru sinifikanti ta' persunaġġi politiċi, analisti tas-suq u akkademiċi ippromwovew l-idea tal-ħruġ konġunt bħala strument potenzjalment qawwi biex jindirizza l-limitazzjonijiet għal-likwidità f'diversi Stati Membri taż-żona tal-euro. F'dan l-isfond, il-Parlament Ewropew talab lill-Kummissjoni tinvestiga l-fattibilità tal-ħruġ konġunt fil-kuntest tal-adozzjoni tal-pakkett leġiżlattiv dwar it-tmexxija ekonomika taż-żona tal-euro, filwaqt li saħaq li l-ħruġ konġunt tal-Bonds ta' Stabbiltà jkun jeħtieġ ukoll aktar ċaqliq lejn politika ekonomika u fiskali komuni[6].

Filwaqt li l-ħruġ konġunt tipikament tqies bħala possibbiltà għaż-żmien fit-tul, l-aktar dibattitu riċenti ffoka fuq il-benefiċċji potenzjali fuq qasir żmien bħala mezz biex tittaffa t-tensjoni fis-suq tad-dejn sovran. F'dan il-kuntest, l-introduzzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà ma tiġix fi tmiem proċess ta' konverġenza ekonomika u fiskali, iżda sseħħ b'mod parallel ma' konverġenza ulterjuri u trawwem l-istabbiliment u l-implimentazzjoni tal-qafas meħtieġ għal din il-konverġenza, u tgħin ukoll fit-trawwim tagħha. Approċċ parallel bħal dan ikun jeħtieġ li l-proċess tal-integrazzjoni ekonomika, finanzjarja u politika fi ħdan iż-żona tal-euro jimxi 'l quddiem minnufih u b'mod deċiżiv .

Il-Bond ta' Stabbiltà se jkun differenti minn strumenti eżistenti maħruġa konġuntament. Il-Bonds ta' Stabbiltà ikunu strument iddisinjat għal finanzjament ġenerali minn jum għall-ieħor tal-amministrazzjonijiet pubbliċi taż-żona tal-ewro permezz tal-ħruġ konġunt. F'dan ir-rigward, dawn għandhom jiġu distinti minn bonds oħra maħruġa konġuntament fl-Unjoni Ewropea u fiż-żona tal-euro, bħall-ħruġ għall-finanzjament tal-assistenza esterna lil Stati Membri u pajjiżi terzi[7]. Għalhekk, il-medda tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà tkun ħafna akbar u aktar kontinwa minn dik involuta fil-forom eżistenti ta' ħruġ nazzjonali jew konġunt.

Il-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà jista' jiġi ċċentralizzat f'aġenzija unika jew jibqa' deċentralizzat fil-livell nazzjonali b'koordinazzjoni stretta fost l-Istati Membri. Id-distribuzzjoni tal-flussi tad-dħul u l-ispejjeż għas-servizzi tad-dejn marbuta mal-Bonds ta' Stabbiltà ikun jirrifletti il-kwoti rispettivi tall-ħruġ tal-Istati Membri. Skont l-approċċ magħżul

---

5 Ara l-Anness 2 għal ħarsa ġenerali lejn il-kontribuzzjonijiet analitiċi lid-dibattitu dwar il-Bonds ta' Stabbiltà.

6 Riżoluzzjoni tal-Parlament Ewropew tal-6 ta' Lulju 2011 dwar il-kriżi finanzjarja, ekonomika u soċjali: rakkomandazzjonijiet rigward il-miżuri u l-inizjattivi li għandhom jittieħdu ((2010/2242 (INI) jgħid: " …13. *Jistieden lill-Kummissjoni twettaq investigazzjoni dwar sistema futura tal-Eurobonds, sabiex tiddetermina l-kundizzjonijiet li jrendu sistema bħal din vantaġġuża għall-Istati Membri parteċipanti kollha u għaż-żona tal-euro kollha kemm hi; jirrimarka li l-Eurobonds joffru alternattiva vijabbli għas-suq tal-bonds tad-dollaru tal-Istati Uniti, u jistgħu jippromwovu l-integrazzjoni tas-suq Ewropew tad-dejn sovran, inaqqsu l-ispejjeż tas-self, iżidu l-likwidità, id-dixxiplina u l-konformità baġitarja mal-Patt ta' Stabilità u Tkabbir (PST), jippromwovu riformi strutturali koordinati, u jwasslu għal swieq tal-kapital aktar stabbli, li jippromwovu l-idea tal-euro bħala "żona ta' rifuġju" globali; ifakkar li l-ħruġ konġunt ta' Eurobonds jeħtieġ mixja ulterjuri lejn politika ekonomika u fiskali komuni; 14. Jenfasizza, għalhekk, li jekk jinħarġu l-Eurobonds, il-ħruġ għandu jkun limitat għal proporzjon ta' dejn ta' 60% tal-PGD skont responsabilità in solidum bħala dejn sovran prijoritarju u għandu jkun marbut mal-inċentivi għat-tnaqqis tad-dejn sovran sa dan il-livell; jissuġġerixxi li l-għan ewlieni tal-Eurobonds għandu jkun it-tnaqqis tad-dejn sovran u l-prevenzjoni tal-periklu morali u l-prevenzjoni ta' spekulazzjoni kontra l-euro; jinnota li l-aċċess għal dan it-tip ta' Eurobonds jeħtieġ ftehim dwar, u l-implimentazzjoni ta' programmi li jistgħu jitkejlu ta' tnaqqis ta' dejn;*

7 Eż. bonds maħruġa mill-Kummissjoni taħt il-Faċilità tal-Bilanċ tal-Pagamenti/EFSM u bonds maħruġa mill-EFSF) jew il-ħruġ biex jiġu ffinanzjati proġetti infrastrutturali fuq skala kbira b'dimensjoni transkonfinali (eż. bonds tal-proġetti li possibilment jinħarġu mill-Kummissjoni). It-tipi varji ta' ħruġ konġunt u strumenti oħra simili għall-Bonds ta' Stabbiltà huma diskussi fl-Anness 3.

għall-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà, l-Istati Membri jistgħu jaċċettaw obbligazzjoni in solidum għall-ispejjeż kollha, jew parti minnhom assoċjati tas-servizz tad-dejn, bl-implikazzjoni ta' kumulu korrispondenti tar-riskju tal-kreditu.

Ħafna mill-implikazzjonijiet tal-Bonds ta' Stabbiltà jmorru sew lil hinn mill-qasam tekniku u jinvolvu kwistjonijiet relatati mas-sovranità nazzjonali u l-proċess tal-integrazzjoni ekonomika u politika. Dawn il-kwistjonijiet jinkludu koordinazzjoni u governanza, u grad ogħla ta' konverġenza ekonomika, u taħt xi għażliet, il-ħtieġa għal bidliet fit-Trattat. Aktar ma r-riskju tal-kreditu jista' jiġi kkumulat estensivament bejn is-sovrani, inqas tkun il-volatilità tas-suq iżda wkoll id-dixxiplina tas-suq fuq kwalunkwe sovran individwali. Għalhekk l-istabbiltà fiskali jkollha tiddependi b'aktar qawwa fuq id-dixxiplina pprovduta minn proċessi politiċi. Bl-istess mod, xi wħud mill-prekondizzjonijiet għas-suċċess tal-Bonds ta' Stabbiltà, bħal grad għoli ta' stabbiltà u prevedibbiltà politika jew l-ambitu tal-appoġġ mill-awtoritajiet monetarji, jmorru lil hinn sew mill-aspett aktar tekniku.

Kwalunkwe tip ta' Bond ta' Stabbiltà jkollu jkun akkumpanjat minn sorveljanza fiskali u koordinazzjoni tal-politika sostanzjalment imsaħħa bħala kontroparti essenzjali, sabiex jiġi evitat il-periklu morali u jiġu żgurati finanzi pubbliċi sostenibbli, u biex tiġi appoġġata l-kompetittività u jitnaqqsu l-iżbilanċi makroekonomiċi ta' ħsara.

Dan ikollu bilfors implikazzjonijiet fuq is-sovranità fiskali, u għalhekk jitlob għal dibattitu sostantiv fl-istati membri taż-żona tal-euro.

Billi kwistjonijiet bħal dawn jeħtieġu konsiderazzjoni fil-fond, dan id-dokument ġie adottat mill-Kummissjoni sabiex tniedi proċess neċessarju ta' dibattitu politiku u konsultazzjoni pubblika dwar il-fattibbiltà u l-prekondizzjonijiet għall-introduzzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà.

1.2. Motivazzjoni

Id-dibattitu dwar il-ħruġ konġunt evolva b' mod konsiderevoli minn żmien it-tnedija tal-euro. Għall-ewwel, il-loġika għall-ħruġ konġunt iffokat prinċipalment fuq il-benefiċċji tal-effiċjenza msaħħa tas-suq permezz ta' likwidità mtejba fis-suq tal-bonds sovrani taż-żona tal-euro u s-sistema finanzjarja usa' taż-żona tal-euro. Aktar reċentement, fil-kuntest tal-kriżi sovrana attwali, l-iffokar tad-dibattitu ċċaqlaq lejn l-aspetti ta' stabbiltà . F'dan l-isfond, il-benefiċċji prinċipali tal-ħruġ konġunt jistgħu jiġu identifikati bħala:

1.2.1. Il-ġestjoni tal-kriżi attwali u t-trażżin ta' kriżijiet futuri tad-dejn sovran

Il-prospett tal-Bonds ta' Stabbiltà jista' potenzjalment itaffi l-kriżi attwali tad-dejn sovran, billi l-Istati Membri li jħallsu rendimenti għoljin jkunu jistgħu igawdu mill-affidabbiltà kreditizja aktar qawwija tal-Istati Membri li jħallsu rendimenti baxxi. Anke jekk l-introduzzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà tista' tieħu ż-żmien (ara t-Taqsima 2), qbil minn qabel dwar il-ħruġ konġunt jista' jkollu impatt fuq l-aspettattivi tas-suq u b'hekk spejjeż ta' finanzjament medji u marġinali aktar baxxi għal dawk l-Istati Membri li bħalissa qed jiffaċċjaw pressjonijiet ta' finanzjament. Madankollu, biex kwalunkwe effett bħal dan ikun jista' jżomm fit-tul, it-triq lejn bonds komuni se jkollha tkun akkumpanjata minn impenji paralleli għal governanza ekonomika aktar b'saħħitha, li tkun tista' tiggarantixxi li jseħħu l-aġġustamenti strutturali u baġitarji meħtieġa biex tiġi żgurata s-sostenibbiltà.

1.2.2. It-tisħiħ tal-istabbiltà finanzjarja fiż-żona euro

Il-Bonds ta' Stabbiltà jistgħu jġibu s-sistema finanzjarja taż-żona tal-euro tiflaħ aktar għal xokkijiet negattivi fil-futur u għalhekk jistgħu jsaħħu l-istabbiltà finanzjarja. Il-Bonds ta' Stabbiltà jistgħu jipprovdu lill-Istati Membri parteċipanti kollha aċċess aktar sikur għar-rifinanzjament, il-prevenzjoni ta' telf għall-għarrieda tal-aċċess għas-suq minħabba l-istmerrija tar-riskju mhux ġustifikata u/jew l-istint tal-merħla fost l-investituri. Għalhekk, il-Bonds ta' Stabbiltà jistgħu jgħinu biex titwitta l-volatilità tas-suq u tnaqqas jew telimina l-ħtieġa għal miżuri għaljin ta' appoġġ u salvataġġ għall-Istati Membri esklużi temporanjament mill-finanzjament tas-suq. L-effetti pożittivi ta' bonds bħal dawn huma dipendenti fuq il-ġestjoni tad-diżinċentivi potenzjali għad-dixxiplina fiskali. Dan l-aspett se jiġi diskuss aktar fil-fond fit-Taqsima 1.3 u t-Taqsima 3.

Is-sistema bankarja taż-żona tal-ewro tista' tgawdi mid-disponibbiltà tal-Bonds ta' Stabbiltà. Il-banek tipikament iżommu ammonti kbar ta' bonds sovrani, bħala investimenti likwidi u b'riskju u volatilità baxxi. Bonds sovrani jservu wkoll bħala riżervi tal-likwidità, minħabba li jistgħu jinbigħu bi prezzijiet relattivament stabbli, jew jistgħu jintużaw bħala kollateral f'operazzjonijiet ta' rifinanzjament Madankollu, il-banek huma evidentement żbilanċjati lejn il-pussess tad-dejn sovran lokali, u b'hekk tinħoloq toħloq rabta importanti bejn il-karti tal-bilanċ tagħhom u l-karta tal-bilanċ tas-sovran domestiku. Jekk il-pożizzjoni fiskali tas-sovran domestiku tiddeterjora sostanzjalment, il-kwalità tal-kollateral disponibbli lis-sistema bankarja domestika hija inevitabbilment kompromessa, u b'hekk il-banek jiġu esposti għar-riskju tar-rifinanzjament sew fis-suq interbankarju sew waqt l-aċċess tal-faċilitajiet tal-Eurosistema. Il-Bonds ta' Stabbiltà jistgħu jipprovdu sors ta' kollateral aktar robust għall-banek kollha fiż-żona tal-euro, u b'hekk inaqqsulhom il-vulnerabbiltà għal klassifikazzjonijiet tal-kreditu li jkunu qed jiddeterjoraw fl-Istati Membri individwali. Bl-istess mod, investituri istituzzjonali oħra (eż. kumpaniji tal-assigurazzjoni fuq il-ħajja u fondi tal-pensjoni), li għandhom it-tendenza li jkollhom sehem relattivament għoli ta' bonds sovrani domestiċi, jkunu jistgħu jibbenefikaw minn assi aktar robust u omoġenju fil-forma ta' Bond ta' Stabbiltà.

1.2.3. Il-faċiltazzjoni tat-trażmissjoni tal-politika monetarja

Il-Bonds ta' Stabbiltà jiffaċilitaw it-trażmissjoni tal-politika monetarja taż-żona tal-euro. Il-kriżi tad-dejn sovran xekklet il-kanal tat-trażmissjoni tal-politika monetarja, billi r-rendimenti tal-bonds tal-gvern iddiverġew bil-kbir fis-swieq volatili ħafna. F'xi każi estremi, il-funzjonament tas-swiqq ixxekkel u intervjena l-BĊE permess tal-Programm għas-Swieq tat-Titoli. Il-Bonds ta' Stabbiltà joħolqu ġabra akbar ta' assi likwidi u sikuri. Dan jgħin fl-iżgurar li l-kondizzjonijiet monetarji stabbiliti mill-BĊE jgħaddu mingħajr intoppi u konsistentement permezz tas-suq tal-bonds sovrani s'għand l-ispejjeż tas-self tal-impriżi u l-familji u fl-aħħar mill-aħħar lejn id-domanda globali.

1.2.4. It-titjib tal-effiċjenza tas-suq

Il-Bonds ta' Stabbiltà jippromwovu effiċjenza fis-suq tal-bonds sovrani taż-żona tal-euro u fis-sistema finanzjarja usa' taż-żona tal-euro. Il-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà jista' joffri l-possibbiltà ta' suq kbir u likwidu ħafna, b'rendiment uniku ta' riferiment li jikkuntrasta mal-qagħda attwali ta' bosta punti ta' riferiment (benchmarks) skont il-pajjiż. Il-likwidità u l-kwalità għolja tal-kreditu tas-suq tal-Bond ta' Stabbiltà iwassal rendimenti ta' riferiment baxxi, li jirriflettu korrispondentement riskju tal-kreditu u primjums tal-likwidità baxxi (ara l-Kaxxa 1). Sett uniku ta' rendimenti ta' riferiment "bla riskju" tal-Bonds ta'

Stabbiltà tul il-medda tal-maturità jgħin fl-iżvilupp usa' ta' suq tal-bonds, billi jistimola l-ħruġ minn emittenti mhux sovrani, bħal korporazzjonijiet, muniċipalitajiet, u ditti finanzjarji. Id-disponibbiltà ta' punt ta' riferiment likwidu għaż-żona tal-euro għandha wkoll tiffaċilita l-funzjonament ta' bosta swieq tad-derivati ddenominati f'euro. L-introduzzjoni ta' Bonds ta' Stabbiltà tista' tkun katalizzatur ieħor fl-integrazzjoni tas-saldu tat-titoli Ewropej, b' mod parallel mal-introduzzjoni ppjanata tal-pjattaforma komuni pan-Ewropea tas-saldu Target2 Securities (T2S) tal-BĊE u azzjoni regolatorja ulterjuri possibbli fil-livell tal-UE. B'dawn id-diversi modi, l-introduzzjoni ta' Bonds ta' Stabbiltà tista' twassal għal inqas spejjeż ta' finanzjament għas-settur pubbliku u s-settur privat fiż-żona tal-euro u b'hekk tirfed il-potenzjal għat-tkabbir fit-tul tal-ekonomija.

Kaxxa 1: Ir-rendiment mistenni tal-Bonds ta' Stabbiltà – l-approċċ empiriku

L-introduzzjoni ta' Bonds ta' Stabbiltà għandha ssaħħaħ il-likwidità fis-swieq tal-bonds tal-gvern fiż-żona tal-euro, biex b' hekk jitnaqqas il-primjum tal-likwidità li l-investituri jżommu impliċitament bħala ħlas talli jipposjedu bonds tal-gvern Din il-kaxxa tippreżenta tentattiv biex jiġi kkwantifikat kemm ikun kbir l-iffrankar tal-ispejjeż permezz ta' primjum tal-likwidità aktar baxx. It-tieni komponent tar-rendiment mistenni fuq il-Bonds ta' Stabbiltà, jiġifieri il-primjum probabbli għar-riskju tal-kreditu, ħareġ bħala aktar kontroversjali. Sew il-likwidità sew il-primjums tal-kreditu għal Bond ta' Stabbiltà jiddependu b'mod kruċjali fuq l-alternattivi magħżula għad-disinn u l-istruttura tal-garanzija ta' dawn il-bonds.

Bosta eżerċizzji ta' analiżi empirika qabblu r-rendiment ta' bonds ipotetiċi maħruġa bi ħruġ konġunt mar-rendiment medju ta' bonds eżistenti. Dawn l-eżerċizzji jassumu li la hemm tnaqqis fil-primjum tal-likwidità u lanqas xi titjib fir-riskju tal-kreditu mill-ħruġ konġunt lil hinn mill-medja tal-klassifikazzjonijiet tal-Istati Membri. L-istima ta' Carstensen (2011) hija li r-rendiment fuq Bonds komuni, jekk sempliċiment medja ppeżata tar-rati tal-imgħax tal-Istati Membri, ikun ta' 2 punti perċentwali ogħla mill-Bund Ġermaniża ta' 10 snin. Stima oħra (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011) ikkonkludiet li d-differenza fir-rendiment għall-Bunds Ġermaniżi tista' tkun ta' 0.5 sa 0.6 ta' punt perċentwali. Ir-raġunament sottostanti huwa li l-varjabbli fiskali huma determinanti ewlenin tal-firxiet tal-kreditu (spreads) tal-bond sovrani. F'termini fiskali, l-aggregati taż-żona tal-euro ikunu komparabbli ma' Franza; għalhekk ir-rendiment fuq bonds komuni għandu jkun ġeneralment ekwivalenti għal dak fuq bonds Franċiżi. Analiżi minn J.P. Morgan (2011), bl-użu ta' approċċ komparabbli, tagħti firxa simili ta' madwar 0.5 sa 0.6 ta' punt perċentwali. Analiżi ulterjuri fuq dawn il-linji mill-bank Franċiż NATIXIS (2011) tissuġġerixxi li l-bonds komuni jistgħu jiġu pprezzati madwar 20 punt bażi fuq il-bonds attwalment ikklassifikati AAA. Favero u Missale (2010) jsostnu li r-rendimenti tal-Istati Uniti, aġġustati għall-primjum tar-rata tal-kambju, huma punt ta' riferiment tajjeb għar-rendimenti fuq il-bonds komuni, għaliex dawn il-bonds kieku jimmiraw biex jagħmlu s-swieq tal-bonds taż-żona tal-euro simili għal tas-suq Amerikan f'termini ta' riskju ta' kreditu u likwidità. Isibu li fis-snin qabel il-kriżi finanzjarja, l-iżvantaġġ tar-rendiment tal-bonds tal-gvern Ġermaniżi għal dak tal-bonds tal-gvern tal-Istati Uniti kien ta' madwar 40 punt bażi, li mbagħad jirrappreżenta l-gwadanni għal-likwidità li jiġu mill-ħruġ ta' bonds komuni taħt l-istess kondizzjonijiet bħal tal-bonds tal-Istati Uniti.

Sabiex tipprovdi stima tal-gwadanni li jistgħu jinkisbu fil-primjum tal-likwidità, il-Kummissjoni mexxiet analiżi statistika ta' kull ħruġ ta' bonds sovrani fiż-żona tal-euro wara l-1999. Id-daqs tal-ħruġ jintuża bħala approssimazzjoni (minħabba li huwa l-indikatur l-aktar disponibbli anki jekk jista' jkun qed jissottostima l-gwadann potenzjali fil-primjums tal-likwidità) ta' kemm ikun likwidu ħruġ ta' bond, u l-koeffiċjent f'rigressjoni jiddetermina l-gwadanni li jistgħu jinkisbu mill-ħruġ tal-bonds f'volumi akbar[8]. L-ewwel mudell huwa stmat permezz tal-użu tad-dejta dwar l-Istati Membri taż-żona tal-euro kklassifikati AAA (tikkettati "AAA" fit-tabella), u mudell ieħor huwa stmat bl-użu tad-dejta dwar l-Istati Membri taż-żona tal-euro kollha disponibbli (tikkettati "AA"). It-tieni mudell jikkontrolla wkoll il-klassifikazzjoni ta' kull ħruġ. Jirriżulta li l-koeffiċjenti kollha huma sinifikanti fuq livelli konvenzjonali, u bejn 70 u 80% tal-varjazzjoni hija spjegata mill-istima.

Table: Model estimates and expected change in yield due to lower liquidity premium

	Medja storika 1999-2011			*Kundizzjonijiet tas-suq 2011*		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Rendiment (%) – ibbażat fuq mudell	3.68	3.63	3.87	1.92	2.43	2.63
Bidla fir-rendiment bid-daqs tas-suq tal-Istai Uniti	-0.07	-0.09	-0.17	-0.07	-0.17	-0.17

Biex jinkiseb il-gwadann fil-primjum tal-likwidità, il-koeffiċjenti mill-mudell ta' stima ntużaw biex jissimulaw il-waqgħa potenzjali fir-rendiment ta' bonds li nħarġu bid-daqs tal-ħruġ medju tal-Istati Uniti milli bil-volum medju tal-ħruġ taż-żona tal-euro. Għalhekk, id-daqs tal-ħruġ tal-Istati Uniti jservi bħala approssimazzjoni għal kemm jista' jsir likwidu suq tal-Bonds ta' Stabbiltà. Fl-ewwel sett ta' kalkoli, il-vantaġġ tal-likwidità tnissel mir-rendiment medju storiku tal-"portafoll" mill-1999. Għall-paragun, l-istess kalkoli saru bl-assunzjoni tal-kondizzjonijiet tas-suq tas-sajf tal-2011.

[8] Id-daqs tal-ħruġ kif irreġistrat f'Dealogic ġie aġġustat biex jinkorpora d-daqs ħruġ qarib b'data ta' maturità u saldu simili. Biex ikun hemm aġġustament għall-kundizzjonijiet tas-suq li jiddependu miż-żmien, jiddaħħlu varjabbli ta' kontroll għall-impatt tal-livell tar-rata tal-imgħax (ir-rata tat-tpartit tal-imgħax ta' sentejn (2)) u l-istruttura tat-terminu (id-differenza bejn ir-rati tat-tpartit tal-imgħax ta' sentejn (2) u 10 snin) prevalenti dakinhar tal- ħruġ.

It-tieni ringiela tat-tabella tindika li l-gwadann tar-rendiment dovut għal volum ta' ħruġ akbar tkun fil-firxa ta' 10 sa 20 punt bażi għaż-żona tal-ewro, skont il-klassifikazzjoni tal-kreditu miksuba, iżda pjuttost indipendenti minn jekk intużawx il-kondizzjonijiet tas-suq storiċi jew riċenti. Il-gwadann korrispondenti fuq ir-rendiment għall-Ġermanja ikun ta' madwar 7 punti bażi. Is-simulazzjonijiet juru li l-gwadann mistenni fil-primjum tal-likwidità hu pjuttost limitat u jonqos għal Stati Membri li diġà jibbenefikaw mill-ogħla klassifikazzjoni.

Filwaqt li huwa ovvju li l-Istati Membri li bħalissa jiffaċċjaw obbligazzjonijiet b'rendiment għoli għandhom jibbenefikaw kemm mill-ġbir flimkien tar-riskju tal-kreditu kif ukoll mil-likwidità mtejba tal-bonds komuni, l-Istati Membri li bħalissa għandhom rendimenti baxxi jistgħu jkollhom iħabbtu wiċċhom ma' rendimenti ogħla fin-nuqqas ta' kwalunkwe titjib fir-riskju tal-kreditu kurrenti għal emittenti attwali b'rendimenti għoljin. Fil-prinċipju, ħlasijiet kollaterali tal-kumpens jistgħu jirridistribwixxu l-gwadanni assoċjati mal-primjum tal-liwidità, iżda fin-nuqqas ta' governanza aħjar il-kwalità globali tal-kreditu tad-dejn taż-żona tal-euro tista' fil-fatt tiħżien bħala riżultat ta' dixxiplina tas-suq aktar dgħajfa sal-punt li l-Istati Membri b'rendiment baxx jibdew jiffaċċjaw spejjeż akbar ta' finanzjament.

1.2.5. It-tisħiħ tar-rwol tal-euro fis-sistema finanzjarja globali

Il-Bonds ta' Stabbiltà jiffaċilitaw l-investiment tal-portafoll fl-euro u jrawmu sistema finanzjarja globali aktar ibbilanċjata. Is-suq tat-Teżor tal-Istati Uniti u s-suq totali tal-bonds sovrani taż-żona tal-euro huma komparabbli fid-daqs, iżda l-frammentazzjoni tal-ħruġ iddenominat f'euro jifisser li volumi ħafna akbar ta' bonds tat-Teżor huma disponibbli għal kwalunkwe mill-emittenti nazzjonali individwali fiż-żona tal-euro. Bħala medja mill-1999, id-daqs tal-ħruġ ta' bonds tat-Teżor tal-Istati Uniti ta' 10 snin kien kważi d-doppju tad-daqs tal-ħruġ tal-Bund u anki akbar minn bonds maħruġa minn xi Stat Membru ieħor tal-UE. Skont id-dejta disponibbli, il-volumi tan-negozju fis-suq tal-kontanti tat-Teżor tal-Istati huma wkoll multiplu ta' dawk fis-suq korrispondenti taż-żona tal-euro, fejn il-likwidità mxiet lejn is-segment tad-derivati. Il-likwidità għolja hija waħda mill-fatturi li jikkontribwixxu għar-rwol prominenti u privileġġjat tat-Teżori tal-Istati Uniti fis-sistema finanzjarja globali (bl-appoġġ tad-dollaru Amerikan bħala l-unika munita ta' riżerva internazzjonali), u b'hekk tattira investituri istituzzjonali. Għalhekk, il-volumi akbar tal-ħruġ u swieq sekondarji aktar likwidi implikati mill-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà jistgħu jsaħħu l-qagħda tal-euro bħala munita ta'riżerva internazzjonali.

1.3. Prekondizzjonijiet

Filwaqt li l-Bonds ta' Stabbiltà jipprovdi benefiċċji sostanzjali f'termini ta' stabbiltà finanzjarja u effiċjenza ekonomika, ikun essenzjali li jiġu indirizzati l-iżvantaġġi potenzjali. Għal dan il-għan, iridu jintlaqħu prekondizzjonijiet ekonomiċi, legali u tekniċi importanti. Dawn il-prekondizzjonijiet, li jistgħu jimplikaw bidliet fit-Trattat u aġġustamenti sostanzjali fid-disinn istituzzjonali tal-UEM u l-Unjoni Ewropea, huma diskussi taħt.

1.3.1. Il-limitazzjoni tal-periklu morali

Il-Bonds ta' Stabbiltà ma għandhomx iwasslu għal tnaqqis fid-dixxiplina baġitarja fost l-Istati Membri taż-żona tal-euro. Karatteristika notevoli tal-perjodu mit-tnedija tal-euro kienet l-inkonsistenza fid-dixxiplina tas-suq tal-politika baġitarja fl-Istati Membri parteċipanti. Il-grad għoli ta' konverġenza fir-rendimenti tal-bonds fiż-żona tal-euro matul l-ewwel deċennju tal-euro ma kienx, retrospettivament, ġustifikat mill-prestazzjoni baġitarja tal-Istati Membri. Il-korrezzjoni mill-2009 ġiet f'daqqa, u kienet possibbilment eċċessiva.

Minkejja din l-inkonsistenza, l-aktar esperjenza reċenti tikkonferma li s-swieq jistgħu jidixxiplinaw il-politiki baġitarji nazzjonali fiż-żona tal-euro. B'xi forom ta' Bonds ta' Stabbiltà, dixxiplina bħal din titnaqqas jew tintilef għal kollox billi l-Istati Membri taż-żona tal-euro jiġbru ir-riskju tal-kreditu għad-dejn pubbliku kollu tagħhom, jew għal xi parti minnu, bl-implikazzjoni ta' riskju ta'periklu morali. Jinbet il-periklu morali inerenti fil-ħruġ konġunt minħabba li r-riskju tal-kreditu li joħroġ min-nuqqas individwali ta' dixxiplina fiskali individwali jinqasam mill-parteċipanti kollha.

Billi l-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà jista' jdgħajjef id-dixxiplina tas-suq, ikunu meħtieġa bidliet sostanzjali fil-qafas għall-governanza ekonomika fiż-żona tal-euro. Salvagwardji addizzjonali biex jiġu assigurati finanzi pubbliċi sostenibbli jkunu ġġustifikati. Dawn is-salvagwardji jkunu jeħtieġu li jiffokaw mhux biss fuq id-dixxiplina baġitarja iżda wkoll fuq il-kompetittività ekonomika (ara t-Taqsima 3). Filwaqt li l-adozzjoni tal-pakkett ta' governanza ekonomika ġdida diġà jipprovdi salvagwardja sinifikanti li se tissaħħaħ aktar bir-regolamenti l-ġodda msejsa fuq l-Artikolu 136[9], jista' jkun hemm bżonn ta' aktar azzjoni fil-kuntest tal-Bonds ta' Stabbiltà – partikolarment jekk ikun hemm involut ġbir tar-riskju tal-kreditu. Jekk il-Bonds ta' Stabbiltà kellhom jitqiesu bħala mezz biex tiġi evitata d-dixxiplina tas-suq, l-aċċettabbiltà tagħhom fost l-Istati Membri u l-investituri tista' titqiegħed f'dubju.

Filwaqt li l-prudenza fiskali fiż-żminijiet tajbin u l-korrezzjoni f'waqtha ta' kull devjazzjoni minn dik ir-rotta huma l-qalba ta' tfassil tal-politika responsabbli u orjentat lejn l-istabbiltà, l-esperjenza wriet li żbilanċi makroekonomiċi usa', inkluż telf fil-kompetittività, jista' jkollhom effett detrimentali kbir fuq il-finanzi pubbliċi. Għalhekk, il-koordinazzjoni isħeħ tal-politika meħtieġa mill-introduzzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà trid tapplika wkoll għall-evitar u l-korrezzjoni ta' żbilanċi makroekonomiċi ta' ħsara.

L-iżgurar tal-kwalità tal-kreditu għolja u li l-Istati Membri kollha jibbenefikaw mill-Bonds ta' Stabbiltà

Biex jiġu aċċettati mill-investituri, il-Bonds ta' Stabbiltà jkun irid ikollhom kwalità ta' kreditu għolja. Il-Bonds ta' Stabbiltà għandhom ikunu ddisinjati u maħruġa b'tali mod li l-investituri jikkunsidrawhom investiment sigur ħafna. Konsegwentement, l-aċċettazzjoni u s-suċċess tal-Bonds ta' Stabbiltà jibbenefikaw bil-kbir mill-ogħla klassifikazzjoni possibbli. Klassifikazzjoni inferjuri jista' jkollha impatt negattiv fuq l-ipprezzar tiegħu (rendiment ogħla) u fuq ir-rieda tal-investituri li jassorbu ammonti ta' ħruġ kbar biżżejjed. Dan ikun partikolarment il-każ jekk il-ħruġ AAA nazzjonali tal-Istati Membri jkompli u b' hekk jeżisti flimkien u jikkompeti mal-Bonds ta' Stabbiltà. Il-kwalità tal-kreditu għolja tkun meħtieġa wkoll biex tistabbilixxi l-Bonds ta' Stabbiltà bħala punt ta' rifereiment internazzjonali u sabiex tirfed l-iżvilupp u l-funzjonament effettiv tas-swieq relatati tal-futuri u tal-opzjonijiet[10]. F'dan il-kuntest, il-kostruzzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà jkollha bżonn tkun trasparenti biżżejjed biex tippermetti lill-investituri jipprezzaw il-garanziji sottostanti. Inkella hemm riskju li l-investituri jkunu xettiċi dwar l-istrument il-ġdid u r-rendimenti jkunu

---

9 Proposta għal Regolament tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar dispożizzjonijiet komuni għall-monitoraġġ u l-valutazzjoni tal-abbozzi tal-pjani baġitarji u l-iżgurar tal-korrezzjoni tal-iżbilanċ eċċessiv tal-Istati Membri fiż-żona tal-euro; Proposta għal Regolament tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar dispożizzjonijiet komuni għall-monitoraġġ u l-valutazzjoni tal-abbozzi tal-pjani baġitarji u l-iżgurar tal-korrezzjoni tal-iżbilanċ eċċessiv tal-Istati Membri fiż-żona tal-euro;

10 L-esperjenza ta' klassifikazzjoni tal-bonds tal-EFSF bonds wriet li klassifikazjoni tal-bond ogħla mill-garanziji medji li jkunu sar mill-Istati Membri parteċipanti twettqet minn għodod differenti bħall-pussess ta' rirżervi tal-likwidità, kapital għall-assorbiment tat-telf u garanizji li jaqbżu d-daqs tal-ħruġ. Filwaqt li dawn l-elementi kienu kumplessi biex jiġu ġestiti, fil-każ tal-EFSF, dawn jistgħu jkunu utili fit-tishiħ tal-istabbiltà tal-klassifikazzjoni tal-kreditu tal-Bond ta' Stabbiltà.

konsiderevolment ogħla mir-rendimenti preżenti għall-Istati Membri li l-iktar għandhom affidabbiltà kreditizja.

L-ilħiq ta' kwalità tal-kreditu għolja se tkun ukoll importanti sabiex tiġi żgurata l-aċċettazzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà mill-Istati Membri kollha taż-żona tal-euro. Waħda mill-kwistjonijiet prinċipali hija kif ir-riskji u l-gwadanni huma mqassma madwar l-Istati Membri. F'xi għamliet, il-Bonds ta' Stabbiltà jfissru li l-Istati Membri li bħalissa għandhom klassifikazzjoni tal-kreditu taħt il-medja jistgħu jiksbu spejjeż tal-iffinanzjar aktar baxxi, filwaqt li l-Istati Membri li diġà jgawdu klassifikazzjoni għolja tal-kreditu jistgħu saħansitra jġarrbu telf nett, anki jekk l-effett tal-ġbir tar-riskju jkun qed jiddomina l-effetti pożittivi tal-likwiditá. Għaldaqstant, l-appoġġ għall-Bonds ta' Stabbiltà fost dawk l-Istati Membri li diġà qegħdin igawdu klassifikazzjonijiet AAA ikun jeħtieġ assigurazzjoni ta' livell għoli korrispondenti tal- kwalità tal-kreditu għall-istrument il-ġdid sabiex ma jiżdidux li l-ispejjeż tal-finanzjament tad-dejn tagħhom. Kif spjegat, għal darb'oħra dan jiddependi minn tnaqqis b 'suċċess tal-periklu morali. L-aċċettabilità tal-Bonds ta' Stabbiltà tista' tiġi assigurata aktar permezz ta' mekkaniżmu li jirridistribwixxi xi wħud mill-vantaġġi tal-finanzjament bejn Stati Membri ikklassifikati fil-baxx u fil-għoli. (ara l-Kaxxa 2).

Il-klassifikazzjoni tal-kreditu għall-Bonds ta' Stabbiltà għandha primarjament tiddependi fuq il-kwalità tal-kreditu tal-Istati Membri parteċipanti u l-istruttura tal-garanzija sottostanti[11].

– B'*garanziji proporzjonali,* kull Stat Membru garanti jkun responsabbli għas-sehem tiegħu tal-passiv taħt il-Bond ta' Stabbiltà skont skema ta' kontribuzzjoni speċifika[12]. Sakemm l-Istati Membri jkomplu jiksbu klassifikazzjonijiet speċifiċi, tnaqqis fil-klassifikazzjoni ta' Stat Membru kbir x' aktarx jirriżulta fi tnaqqis korrispondenti fil-klassifikazzjoni tal-Bond ta' Stabbiltà, għalkemm dan mhux neċessarjament ikollu impatt fuq il-klassifikazzjoni tal-Istati Membri l-oħra. Fiċ-ċirkostanzi preżenti, b'sitt Stati Membri biss taż-żona tal-euro bi klassifikazzjoni AAA, Bond ta' Stabbiltà b'din l-istruttura ta' garanzija x'aktarx ma jkunx assenjat klassifikazzjoni tal-kreditu AAA u jista' anki jiġi kklassifikat b' mod ekwivalenti mal-Istat Membru bl-iktar klassifikazzjoni baxxa, sakemm ma jkunux appoġġjati minn titjib tal-kreditu.

– B'*garanziji proporzjonali msaħħa mill-privileġġi u l-kollateral*, kull Stat Membru garanti jibqa' responsabbli għas-sehem tiegħu tal-ħruġ tal-Bond ta' Stabbiltà. Madankollu, biex jiġi żgurat li l-Bonds ta' Stabbiltà dejjem jitħallsu lura, anki fil-każ ta' inadempjenza, għadd ta' titjibiet kreditizji jistgħu jiġu kkunsidrati mill-Istati Membri. L-ewwel, jista' jiġi applikat status privileġġjat lill-ħruġ ta' Bond ta' Stabbiltà. It-tieni, il-Bonds ta' Stabbiltà jistgħu jiġu parzjalment kollateralizzati (eż. l-użu ta' flus kontanti, deheb, ishma ta' kumpaniji pubbliċi eċċ.). It-tielet, flussi speċifiċi ta' dħul jistgħu jiġu allokati biex ikopru l-ispejjeż tas-servizz tad-dejn relatati mal-Bonds ta' Stabbiltà. Ir-riżultat ikun li l-Bonds ta' Stabbiltà jiksbu klassifikazzjoni AAA, għalkemm il-klassifikazzjonijiet fuq il-bonds nazzjonali ta' Stati Membri b'inqas affidabbiltà kreditizja aktarx jesperjenzaw deterjorazzjoni relattiva.

– B'*garanziji in solidum*, kull Stat Membru garanti jkun responsabbli mhux biss għas-sehem tiegħu tal-ħruġ tal-Bond ta' Stabbiltà iżda wkoll għas-sehem ta' kull Stat Membru ieħor li

[11] F'din it-Taqsima, it-termini *garanzija proporzjonali* u *garanzija in solidum* huma użati f'sens ekonomiku li jistgħu ma jkunux identiċi għad-definizzjonijiet legali tagħhom.

[12] Bħal baġit tal-UE jew skema kapitali tal-BĊE.

jonqos milli jonora l-obbligi tiegħu[13]. Anki taħt din l-istruttura ta' garanzija, ma jistax jiġi eskluż għal kollox li l-klassifikazzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà tiġi effettwata jekk għadd limitat ta' Stati Membri AAA jkun meħtieġ jiggarantixxi passivi kbar ħafna ta' Stati Membri oħra bi klassifikazzjoni aktar baxxa. Hemm ukoll riskju li f'sitwazzjoni estrema jista' jiskatta gelgul ta' tnaqqisiet fil-klassifikazzjoni, eż. tnaqqis fil-klassifikazzjoni ta' Stat Membru kklassifikat bħala AAA jista' jirriżulta fi tnaqqis fil-klassifikazzjoni tal-Bond ta' Stabbiltà, li mbagħad jista' jeffettwa negattivament il-klassifikazzjonijiet tal-kreditu tal-Istati Membri parteċipanti l-oħra. Għaldaqstant, jkunu essenzjali salvagwardji xierqa sabiex jiżguraw id-dixxiplina baġitarja fost l-Istati Membri parteċipanti permezz ta' qafas ta' governanza ekonomika qawwija (u possibbilment privileġġi tal-Bonds ta' Stabbiltà fuq bonds nazzjonali f'każ fejn dawn jibqgħu jeżistu).

Kaxxa 2: Ridistribuzzjoni possibbli tal-vantaġġi tal-finanzjament bejn l-Istati Membri

Ir-riskju ta 'periklu morali assoċjat mal-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà b'garanziji konġunti jista' jiġi indirizzat minn mekkaniżmu li jirridistribwixxi xi wħud mill-vantaġġi tal-finanzjament tal-Bonds ta' Stabbiltà bejn l-Istati Membri kklassifikati fil-għoli u fil-baxx. Dan il-mekkaniżmu jista' jagħmel il-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà propożizzjoni ta' gwadann għal kulħadd għall-Istati Membri taż-żona tal-euro. Eżempju stilizzata bl-użu ta' żewġ Stati Membri jista' jintuża biex juri:

[13] Madankollu, f'dawn iċ-ċirkostanzi, l-Istati Membri parteċipanti ikollhom pretensjoni fuq l-Istat Membru inadempjenti .

Id-dejn tal-gvern taż-żewġ Stati Membri jammonta għal madwar EUR 2 biljun, iżda Stat Membru A jħallas rendiment ta'2%, filwaqt li Stat Membru B jħallas rendiment ta' 5% fuq il-ħruġ nazzjonali b'maturità ta' 5 snin. Il-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà jiffinanzja liż-żewġ Stati Membri kompletament, b'maturità ta' 5 snin u rata tal-imgħax ta'2%). Id-distribuzzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà tkun ta' 50% għal kull Stat Membru.

Parti mill-vantaġġ tal-finanzjament li l-Istat Membru B jgawdi mill-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà tista' terġa titqassam lil Stat Membru A. Pereżempju, skont ta' 100bps għal Stat Membru A jista' jiġi ffinanzjat mill-primjum ta' 300 bps għal Stat Membru B. Għalhekk, il-Bond ta' Stabbiltà jista' jiffinanzja lill-Istat Membru A b'rendiment ta' 1% u jiffinanzja lill-Istat Membru B b'rendiment ta'3%. Iż-żewġ Stati Membri jkollhom anqas spejjeż tal-iffinanzjar fil-konfront tal-ħruġ nazzjonali.

M'għandniex xi ngħidu, ikollu jiġi fformulat il-mekkaniżmu għad-distribuzzjoni interna tal-benefiċċji mill-Bonds ta' Stabbiltà, iżda jkun marbut mal-prestazzjoni baġitarja relattiva fil-kuntest tal-qafas tal-governanza ekonomika taż-żona tal-euro.

1.3.2. Tiġi żgurata l-konsistenza mat-Trattat tal-UE

Il-konsistenza mat-Trattat tal-UE tkun essenzjali biex tiġi żgurata l-introduzzjoni b'suċċess tal-Bond ta' Stabbiltà. L-ewwelnett, il-Bonds ta' Stabbiltà ma għandhomx ikunu qed jiksru il-projbizzjoni tat-Trattat dwar is-"salvataġġ" tal-Istati Membri. Il-kompatibbiltà tal-Bonds ta' Stabbiltà mal-qafas preżenti tat-Trattat tiddependi fuq il-forma speċifika magħżula. Xi għażliet jistgħu jeħtieġu bidliet fid-dispożizzjonijiet rilevanti tat-Trattat. L-Artikolu 125 tat-Trattat dwar il-Funzjonament tal-Unjoni Ewropea (TFUE) jipprojbixxi lill-Istati Membri milli jassumi l-obbligazzjonijiet ta' Stat Membru ieħor.

Il-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà taħt garanziji in solidum iwassal a priori għal sitwazzjoni fejn il-projbizzjoni fuq is-salvataġġ tkun inkisret. F'sitwazzjoni bħal din, Stat Membru jkun fil-fatt miżmum responsabbli irrispettivament mill-iskema 'regolari' tiegħu tal-kontribuzzjoni, fil-każ li Stat Membru ieħor ma jkunx jista' jonora l-impenji finanzjarji tiegħu. F'dan il-każ, tkun meħtieġa emenda għat-Trattat. Dan jista' jsir bil-proċedura simplifikata jekk jitwaqqfa uffiċju komuni tal-ġestjoni tad-dejn għaż-żona tal-euro f'qafas intergovernattiv, iżda x'aktarx ikun meħtieġ l-użu tal-proċedura ordinarja li kieku dan jitqiegħed direttament taħt il-liġi tal-UE, billi kieku jiġu estiżi l-kompetenzi tal-UE. Sakemm ma tiġix stabbilita bażi speċifika fit-Trattat, approċċ ibbażat fuq il-liġi tal-UE jkun x'aktarx jeħtieġ l-użu tal-Artikolu 352 tat-TFUE, li jimplika vot unanimu tal-Kunsill u l-kunsens tal-Parlament Ewropew. Il-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà u l-koordinazzjoni ekonomika u fiskali aktar stretta meħtieġa biex tiżgura s-suċċess tal-ħruġ x'aktarx ikunu wkoll jeħtieġu bidliet sinifikanti lil-liġi nazzjonali f' għadd ta' Stati Membri[14].

Il-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà taħt garanziji proporzjonali iżda mhux konġunti jkun possibbli fi ħdan id-dispożizzjonijiet eżistenti tat-Trattat. Per eżempju, iż-żieda sostanzjali tal-volum tas-self awtorizzat tal-MES u l-bidla tal-kundizzjonijiet tas-self bil-għan li jkun

[14] Pereżempju, id-deċiżjoni tal-Qorti Kostituzzjonali Ġermaniża tas-7 ta' Settembru 2011 tipprojbixxi korp leġiżlattiv Ġermaniż milli jistabbilixxi mekkaniżmu permanenti "*li kieku jirriżulta f'assunzjoni ta' responsabbiltà għad-deċiżjonijiet volontarji ta' Stati Membri oħra, speċjalment jekk huma jkollhom konsegwenzi li l-impatt tagħhom huwa diffiċili biex jiġi kkalkulat.* " Jeħtieġ ukoll li wkoll f'sistema ta' governanza intergovernattiva, il-Parlament għandu jibqa' jkollu l-kontroll ta' deċiżjonijiet fundamentali tal-politika baġitarja.

jista' jsellef l-ammonti li kienu ssellfu fis-swieq lill-Istati Membri kollha taż-żona tal-euro jistgħu jinbnew b'mod kompatibbli mal-Artikolu 125 tat-TFUE, sakemm in-natura tal-iskema tal-kontribuzzjoni marbuta mal-MES tibq'a mhux mibdula L-istess raġunament japplika għal minn ħruġ minn tal-uffiċċju komuni possibbli għall-ġestjoni tad-dejn, li l-obbligazzjonijiet tiegħu jibqgħu limitati għal bażi strettament pro-rata.

It-Trattat ikun ukoll jeħtieġ jinbidel jekk jiġi previst qafas ta' governanza ekonomika aktar intrusiv għaż-żona tal-euro. Skont il-karatteristiċi speċifiċi tal-Bonds ta' Stabbiltà, il-governanza u s-sorveljanza fiskali u ekonomika fl-Istati Membri parteċipanti jkollha tiġi msaħħa sabiex jiġi evitat li jixref il-periklu morali. Aktar bidliet kwalitattivi fil-governanza lil hinn mill-proposti inklużi fil-pakkett tat-23 ta' Novembru x'aktarx ikunu jeħtieġu bidliet fit-Trattat. It-Taqsima 3 tiddiskuti aktar fil-fond dawn l-alternattivi ta' tisħiħ tal-governanza fiskali.

2. GĦAŻLIET GĦALL-ĦRUĠ TA' BONDS TA' STABBILTÀ

Ġew proposti ħafna għażliet possibbli għall-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà, partikolarment mill-bidu nett tal-kriżi sovrana fiż-żona tal-euro. Madankollu, dawn l-alternattivi jistgħu ikunu ġeneralment kkategorizzati skont tliet approċċi wiesgħa, ibbażati fuq il-grad ta' sostituzzjoni tal-ħruġ nazzjonali (sħiħa jew parzjali) u n-natura tal-garanzija sottostanti (in solidum jew proporzjonali) implikata. It-tliet approċċi wiesgħa huma[15]:

(1) is-sostituzzjoni sħiħa tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-ħruġ nazzjonali, b'garanziji in solidum;

(2) is-sostituzzjoni parzjali tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-ħruġ nazzjonali, b'garanziji in solidum; kif ukoll

(3) is-sostituzzjoni parzjali tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-ħruġ nazzjonali, b'garanziji proporzjonali;

F'din it-Taqsima, kull wieħed mit-tliet approċċi huwa evalwat fit-termini tal-benefiċċji u l-prekondizzjonijiet deskritti f'Taqsima 1.

2.1. L-Approċċ Nru 1: Is-sostituzzjoni sħiħa tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-ħruġ nazzjonali, b'garanziji in solidum;

Taħt dan l-approċċ, il-finanzjament tal-gvern fiż-żona tal-euro jkun kompletament kopert mill-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà u l-ħruġ nazzjonali ma jitkompliex. Filwaqt li l-Istati Membri jistgħu joħorġu Bonds ta' Stabbiltà fuq bażi deċentralizzata permezz ta' proċedura koordinata, arranġament aktar effiċjenti jimplika l-ħolqien ta' aġenzija tad-dejn waħda għaż-żona tal-euro[16]. Din l-aġenzija ċentralizzata toħroġ Bonds ta' Stabbiltà fis-suq u tqassam ir-rikavat lill-Istati Membri skont il-ħtiġijiet tal-finanzjament rispettivi tagħhom. Fuq l-istess bażi, l-aġenzija tħallas l-ispejjeż marbuta mal-Bonds ta' Stabbiltà permezz tal-ġbir ta' ħlasijiet tal-imgħax u l-kapital mill-Istati Membri. Il-Bonds ta' Stabbiltà jistgħu jinħarġu taħt

[15] Ikun ukoll possibbli r-raba' approċċ li jinvolvi s-sostituzzjoni sħiħa tal-Bonds ta' Stabbiltà bonds b'garanziji proporzjonali, iżda dan ma ġie ikkunsidrat billi ma jkunx materjalment differenti minn arranġamenti eżistenti tal-ħruġ. Barra minn hekk, jistgħu jiġu kkonċepiti każijiet ibridi, pereżempju garanziji in solidum fuq obbligazzjonijiet tad-dejn flimkien ma' garanzija konġunta limitata biex jiġu koperti lakuni fil-likwiditá fuq terminu qasir.

[16] Ara t-Taqsima 4 għal reviżjoni tal-vantaġġi u l-iżvantaġġi tal-ħruġ ċentralizzat u deċentralizzat.

garanziji in solidum ipprovduti mill-Istati Membri kollha taż-żona tal-euro, li jimplika ġbir flimkien tar-riskju tal-kreditu tagħhom. Minħabba n-natura konġunta u in solidum tal-garanziji, il-klassifikazzjoni tal-kreditu tal-Istati Membri l-kbar taż-żona tal-euro aktarx tiddomina fid-determinazzjoni tal-klassifikazzjoni tal-Bond ta' Stabbiltà, u dan jissuġġerixxi li Bond ta' Stabbiltà maħruġ illum jista' jkun mistenni jkollu klassifikazzjoni għolja tal-kreditu Madankollu, it-tfassil ta' garanziji reċiproki integrati fil-Bonds ta' Stabbiltà u l-implikazzjonijiet għal klassifikazzjoni tal-kreditu u r-rendimenti jeħtiġilhom ikunu analizzati aktar bir-reqqa.

Dan l-approċċ ikun l-aktar effettiv biex jitwasslu l-benefiċċji tal-Bonds ta' Stabbiltà. Is-sostituzzjoni sħiħa tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-ħruġ nazzjonali tassigura rifinanzjament sħiħ għall-Istati Membri kollha irrispettivament mill-kundizzjoni tal-finanzi pubbliċi nazzjonali tagħhom. B'dan il-mod, il-limitazzjonijiet serji fil-likwidità li bħalissa jesperjenzaw xi Stati Membri jistgħu jingħelbu u r-rikorrenza ta' dawn ir-restrizzjonijiet tiġi evitata fil-futur. Dan l-approċċ għandu joħloq ukoll suq kbir u omoġenju ħafna għall-Bonds ta' Stabbiltà, b'vantaġġi kbar f'termini ta'likwidità u u tnaqqis tal-primjums għar-riskju tal-likwidità. Il-Bonds ta' Stabbiltà l-ġodda jistgħu jipprovdu bond ta' riferiment komuni għaż-żona tal-euro u b'hekk hekk joffru qafas ta' referenza aktar effiċjenti għall-ipprezzar tar-riskju fis-sistema finanzjarja taż-żona tal-euro kollha. Billi jiżgura kollateral statali ta' kwalità għolja għall-istituzzjonijiet finanzjarji fl-Istati Membri kollha, dan jimmassimizza l-benefiċċji tal-ħruġ konġunt fit-titjib tal-flessibbiltà tas-sistema finanzjarja fiż-żona tal-euro u fit-titjib tat-trażmissjoni tal-politika monetarja. B'dan l-approċċ, il-Bond ta' Stabbiltà jipprovdi wkoll lis-sistema finanzjarja globali b' suq ieħor ta' rifuġju ta' daqs u likwidità komparabbli ma' tas-suq tat-Teżor tal-IstatiUniti, u għalhekk ikun l-aktar effettiv fil-promozzjoni tar-rwol internazzjonali tal-euro.

Fl-istess ħin, dan l-approċċ jinvolvi l-akbar riskju ta' periklu morali. L-Istati Membri jistgħu effettivament jirkbu fuq id-dixxiplina ta' Stati Membri oħra, mingħajr ebda implikazzjoni għall-ispejjeż tal-finanzjament tagħhom. Għaldaqstant, dan l-approċċ ikun jeħtieġ jiġi akkumpanjat minn qafas robust ħafna għat-twassil tad-dixxiplina baġitarja, il-kompetittività ekonomika u tnaqqis tal-iżbilanċi makroekonomiċi fil-livell nazzjonali. **Qafas bħal dan ikun jeħtieġ pass sinifikanti ieħor fl-integrazzjoni ekonomika, finanzjarja u politika imqabbla mas-sitwazzjoni preżenti. Mingħajr dan il-qafas, madankollu, huwa improbabbli li dan il-metodu ambizzjuż għall-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà jkollu eżistu li jkun aċċettabbli għall-Istati Membri u l-investituri. Minħabba l-garanziji in solidum għall-Bond tal-Istabbiltà u r-robustezza meħtieġa fil-qafas sottostanti għad-dixxiplina baġitarja u l-kompetittività ekonomika, dan l-approċċ għall-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà ser kważi ċertament jeħtieġ bidliet fit-Trattat.**

Taħt dan l-approċċ, jeħtieġ jiġi ddefinit il-perimetru tad-dejn tal-gvern biex jinħarġu Bonds ta' Stabbiltà. F'bosta Stati Membri, il-bonds mhumiex biss maħruġa mill-gvernijiet ċentrali iżda wkoll mill-gvernijiet muniċipali jew reġjonali [17]. Fil-prinċipju, wieħed jista' jagħżel l-inklużjoni tal-ħruġ sub-nazzjonali. Il-vantaġġ ovvju jkun li jitwessgħu l-benefiċċji potenzjali f'termini tal-istabbiltà tas-suq, il-likwidità u integrazzjoni. Ikun ukoll konsistenti mal-approċċ tal-UE għas-sorveljanza baġitarja, li tkopri t-d-dejn u l-iżbilanċi tal-amministrazzjoni pubblika kollha kemm hi. Min-naħa l-oħra, il-ġbir tal-ħruġ tal-gvernijiet ċentrali biss jista' jwassal għal arranġament aktar trasparenti u sikur. Id-dejta tal-gvern ċentrali hija tipikament iktar faċilment aċċessibbli, li mhux dejjem ikun il-każ għall-awtoritajiet lokali. Barra minn hekk, il-

[17] Dan huwa l-każ partikolarment għall-Ġermanja u sa ċertu punt għal Spanja u Franza.

ħruġ ikopri biss l-iżbilanċi ikkontrollati għal kollox mill-gvernijiet ċentrali. Minn ottika purament tas-suq, dawn il-Bonds ta' Stabbiltà jissostitwixxu bonds tal-gvern ċentrali li jkunu magħrufin ħafna, u dan kieku jiffaċilita l-evalwazzjoni u l-istima tal-Bonds ta' Stabbiltà l-ġodda[18].

Il-proċess għall-introduzzjoni taħt dan l-approċċ jista' jkun organizzat b'modi differenti, skont il-pass mixtieq tal-introduzzjoni. B'introduzzjoni aċċellerata, ħruġ ġdid ikun għal kollox fil-forma ta' Bonds ta' Stabbiltà, u bonds tal-gvern pendenti jkunu jistgħu jiġu kkonvertiti f'Bonds ta' Stabbiltà ġodda, jiġifieri fil-forma ta' qalba minn ċertu ammont ta' bonds tal-gvern nazzjonali bi skambju għal Bonds ta' Stabbiltà ġodda. Il-vantaġġ ewlieni ta' din l-alternattiva jkun il-ħolqien kważi immedjat ta' suq likwidu b'kurva kompluta ta' referenza tar-rendiment. Ix-xiri lura ta' bonds storiċi jista' wkoll ittaffi l-problemi akuti attwali ta' finanzjament tal-Istati Membri b'dejn għoli u rati tal-imgħax għoljin. Madankollu, l-operazzjoni tista' tkun ikkumplikata u tkun teħtieġ kalibrazzjoni bir-reqqa tar-rata ta' konverżjoni biex jiġi minimizzat ix-xkiel lis-suq. Alternattiva tkun skema aktar gradwali, jiġifieri ħruġ gross ġdid sħiħ, jew anki parzjali biss, għal kull Stat Membru fil-Bonds ta' Stabbiltà filwaqt li l-bonds tal-gvern pendenti taż-żona tal-euro jibqgħu fiċ-ċirkolazzjoni fis-suq sekondarju. Dan jippermetti lis-suq gradwalment jidra l-istrument ġdid u jiżviluppa għodod tal-ipprezzar/analitiċi, u b'hekk jippreżenta anqas riskju ta' distorsjoni fis-suq. Madankollu, f'dan il-varjant, il-bini ta' suq tal-Bonds ta' Stabbiltà jista' jieħu bosta snin (skont il-maturitajiet tal-bonds pendenti), u b'hekk idewwem il-benefiċċji possibbli. **Fir-rigward tal-bonds storiċi pendenti, dan is-segment se jkun qed jonqos gradwalment, billi jkun qed jiġi sostiwit minn Bonds ta' Stabbiltà u bonds nazzjonali ġodda li jkunu għadhom kemm inħarġu. Għalhekk, il-likwidità globali ta' dak is-segment tonqos maż-żmien u għalhekk, il-likwidità fuq il-bonds storiċi għandha mnejn tiżdied gradwalment.**

Minħabba l-ħtieġa ta' bidliet lit-Trattat, l-implimentazzjoni ta' dan l-approċċ taf tieħu ammont konsiderevoli ta' żmien.

2.2. L-Approċċ Nru 2: Is-sostituzzjoni parzjali tal-ħruġ nazzjonali bi ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà b'garanziji in solidum

Taħt dan l-approċċ, il-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà jintrifed mill-garanziji in solidum, iżda jissostitwixxi biss porzjon limitat tal-ħruġ nazzjonali. Il-porzjon tal-ħruġ mhux fil-Bonds ta' Stabbiltà jibqa' taħt il-garanziji nazzjonali rispettivi. Dan l-approċċ komuni għal ħruġ sar magħruf bħala l- "approċċ blu-aħmar"[19]. Għaldaqstant, is-suq tal-bonds sovrani taż-żona euro ikun jikkonsisti minn żewġ partijiet distinti:

– *Bonds ta' Stabbiltà* (jew "bonds blu"): Il-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà jseħħ biss sa ċerti limiti predefiniti u b'hekk mhux neċessarjament ikopri l-ħtiġijiet kollha tar-rifinanzjament tal-Istati Membri kollha. Dawn il-bonds jibbenefikaw minn garanzija konġunta u in solidum uniformi u jkunu jimplikaw rata ta' finanzjament mill-ġdid għall-Istati Membri kollha[20].

---

18 Din il-kopertura dejqa tal-Bonds ta' Stabbiltà timplika li l-Istati Membri se jkollhom jikkommettu li ma joħorġux bonds proprji, nazzjonali, jew sovrani oħrajn, inklużi l-entitajiet sotto-federali tagħhom jekk dawn ikunu inklużi fis-sistema tal-ħruġ konġunt.

19 Ara Delpla, J. and von Weizsäcker, J. (2010). Huma pproponew limitu ta' dejn massimu ta'60% tal-PGD, motivat mill-kriterji ta' Maastricht.

20 Bħal fl-Approċċ Nru 1, il-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà jista' jitmexxa fuq bażi deċentralizzata, imma probabbilment jitmexxa b'mod aktar effiċjenti minn aġenzija ċentrali għall-ġestjoni tad-dejn.

– *Bonds tal-gvern nazzjonali* ("bonds ħomor"). Il-bqija tal-ħruġ meħtieġ biex jiffinanzja l-baġits tal-Istat Membru jinħareġ fil-livell nazzjonali taħt il-garanziji nazzjonali. Bħala konsegwenza, il-bonds nazzjonali, mill-inqas de facto, ikunu inqas ipprivileġġjati mill-Bonds ta' Stabbiltà minħabba kopertura ta' dawn tal-aħħar minn garanziji in solidum. [21]. L-iskala tal-ħruġ nazzjonali minn kull Stat Membru se tiddependi mill-iskala maqbula tal-ħruġ konġunt ta' Bonds ta' Stabbiltà u l-ħtiġijiet kumplessivi tar-rifinanzjament tiegħu. Skont id-daqs ta' dawn is-swieq residwi ta' bonds u ħruġ nazzjonali u l-kwalità tal-kreditu tal-pajjiż, dawn il-bonds nazzjonali jkollhom karatteristiċi ta' likwidità u kreditu speċifiċi għall-pajjiż u għalhekk rendimenti tas-suq differenti, anki minħabba li ħafna riskju tal-kreditu sovran ikun ikkonċentrat f'bonds nazzjonali tar-riskju tal-kreditu, u dan jamplifika r-riskju tal-kreditu[22]. Il-pressjonijiet intensifikati tas-suq fuq il-ħruġ nazzjonali jistgħu jipprovdu d-dixxiplina tas-suq.

Kwistjoni ewlenija f'dan l-approċċ tkun dwar il-kriterji speċifiċi għad-determinazzjoni tal-proporzjonijiet relattivi tal-Bonds ta' Stabbiltà u l-ħruġ nazzjonali. L-alternattivi prinċipali jkunu:

– *Sistema sempliċi bbażata fuq ir-regoli:* Pereżempju, kull Stat Membru jista' jkun intitolat għal ammont ta' Bonds ta' Stabbilià ugwali għal perċentwal speċifikat tal-PGD tiegħu, forsi b'riflessjoni tal-kriterju tat-Trattat ta' 60%. Dimensjoni importanti li trid tiġi kkunsidrata hija kemm riskju jkun ikkonċentrat fuq il-parti nazzjonali (u inqas privileġġjata), billi din dipendenti fuq id-daqs tal-ħruġ konġunt (aktar ma jkun għoli s-sehem tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà, aktar ir-riskju jkunkkonċentrat fuq il-ħruġ nazzjonali residwu). Biex jiġi evitat riskju tal-kreditu eċċessiv fil-ħruġ nazzjonali, filwaqt li xorta jitwasslu benefiċċji għal-likwidità permezz tal-ħruġ konġunt, jista' jkun xieraq li l-limitu jiġi stabbilit għal livell iktar prudenti.

– *Sistema aktar flessibli marbuta mal konformità mal-politika:* L-ammont massimu tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà ta' Stat Membru jista' jiġi ffissat kif imsemmi fuq, iżda l-limitu fi kwalunkwe ħin ikun marbut mal-konformità tal-Istat Membru ma' regoli u rakkomandazzjonijiet skont il-qafas ta' governanza taż-żona tal-euro. In-non-konformità tista' tiġi ssanzjonata minn tnaqqis (possibbilment awtomatiku) tal-limitu massimu rispettiv tad-dejn tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-Istat Membru kkonċernat (ara wkoll it-Taqsima 3). Din is-sistema tista' sservi wkoll ta' stabilizzatur kważi awtomatiku tal-kwalità tal-kreditu tal-Bonds ta' Stabbiltà, bili jitnaqqas s-sehem rispettiv tal-Istati Membri bi prestazzjoni fiskali batuta.

Il-kredibilità tal-limitu għall-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà tkun konsiderazzjoni ewlenija. Ġaladarba tiġi eżawrita l-allokazzjoni tal-bond il-blu, l-ispejjeż tal-finanzjament għall-Istat Membru jistgħu jiżdiedu sostanzjalment. Dan jista' jirriżulta fi pressjonijiet politiċi biex jiżdied il-limitu massimu. Sakemm ma jkunx hemm salvagwardji qawwija kontra dawn il-pressjonijiet, l-antiċipazzjoni ta' limitu "artab" tista' telimina fil-biċċa l-kbira l-effetti dixxiplinanti tal-approċċ blu-aħmar. Għalhekk, irrispettivament mill-kriterji stabbiliti għad-

---

21 Dan l-istatus subordinat tal-bonds nazzjonali jista' japplika biss għal bonds nazzjonali maħruġa ġodda, jiġifieri bonds nazzjonali maħruġa wara l-introduzzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà Bil-maqlub, bonds nazzjonali pendenti "antiki" jew "storiċi " jkollhom igawdu l-istess status bħall-Bonds ta' Stabbiltà, minħabba li bidla fl-istatus tagħhom tkun, teknikament, inadempjenza.

22 Delpla u von Weizsäcker jargumentaw li, minħabba riskju għoli ta' inadempjenza, id-dejn aħmar għandu fil-biċċa l-kbira jkun eskluż mis-sistema bankarja, billi ma jibqax eliġibbli għal operazzjonijiet ta' rifinazjament tal-BĊE u suġġetti għal ħtiġijiet stretti tal-kapital fis-sistema bankarja.

determinazzjoni tal-limitu għall-Bonds ta' Stabbiltà, ikun essenzjali li dan il-limitu jinżamm u mhux jiġi aġġustat fuq bażi arbitrarja, pereżempju bħala reazzjoni għal pressjoni politika.

Dan l-approċċ għall-Bonds ta' Stabbiltà huwa inqas ambizzjuż mill-approċċ imsemmi fuq ta' assigurazzjoni sħiħa u għalhekk irodd inqas f'termini ta' benefiċċji ekonomiċi u finanzjarji. Minħabba l-privileġġ tagħhom fuq il-bonds nazzjonali u l-istruttura tal-garanzija, il-Bonds ta' Stabbiltà għandhom riskju ta' kreditu baxx ħafna, b'tal-aħħar rifless fil-klassifikazzjonijiet tal-kreditu għoljin (jiġifieri AAA). Ir-rendiment fuq il-Bonds ta' Stabbiltà għalhekk ikun paragunabbli ma' rendimenti fuq bonds tal-gvern AAA fiż-żona tal-euro. Bħala konsegwenza, ikun hemm benefiċċji korrispondenti f'termini ta' stabbiltà finanzjarja taż-żona tal-euro, trażmissjoni tal-politika monetarja u r-rwol internazzjonali tal-euro, għalkemm dawn jistgħu jkunu inqas milli taħt l-approċċ aktar ambizzjuż tas-sostituzzjoni sħiħa tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-ħruġ nazzjonali. Billi l-fażi tal-mixja fil-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà lejn il-limitu massimu x'aktarx tieħu bosta snin, l-Istati Membri kollha jistgħu, tul il-fażi tal-bidu, ikollhom aċċess wiesa' ħafna għas-swieq finanzjarji permzz ta' Bonds ta' Stabbiltà. Dan għandu jegħleb ir-restrizzjonijiet possibbli fuq il-likwidità ffaċċjati minn xi Stati Membri iżda li għal dak il-perjodu jagħtu lok għall-istess implikazzjonijiet ta' periklu morali kif diskuss fit-Taqsima 2.1 taħt il-ħruġ sħiħ. Minħabba li ritorn lejn il-ħruġ nazzjonali għal dawn l-Istati Membri tal-aħħar ikun meħtieġ meta jintlaħaq il-limitu massima ta' Bond ta' Stabbilità, ikunu jeħtieġu li matul dan iż-żmien iwettqu l-aġġustamenti baġitarji u r-riformi strutturali meħtieġa biex iserrħu moħħ l-investituri u għalhekk jinżamm l-aċċess għas-swieq wara il-perjodu introduttorju. Ir-rendiment fuq il-bonds nazzjonali maħruġa riċentement, madankollu, jogħla minħabba l-istatus mhux ipprivileġġjat tagħhom. Fl-aħħar mill-aħħar, bl-ipoteżi li jkun intlaħaq proporzjon raġonevolment għoli ta' ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà, is-suq ikun mistenni jkun likwidu, iżda inqas likwidu minn jekk il-ħruġ kollu kien f'Bonds ta' Stabbiltà billi l-bonds nazzjonali residwi wkoll ikollhom ċertu sehem mis-suq.

Min-naħa l-oħra, il-prekondizzjonijiet għall-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà se jkunu kemmxejn inqas vinkolanti taħt dan l-approċċ. L-istabbiliment ta' limitu għall-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà jgħin biex jitnaqqas il-periklu morali billi jinżamm ġrad ta' dixxiplina tas-suq permezz tal-ħruġ nazzjonali residwu. Madankollu, mhijiex daqshekk ovvja r-relazzjoni bejn il-periklu morali, id-dixxiplina tas-suq, u r-riskju tal-kontaġju fid-determinazzjoni tal-limitu massimu x-xieraq tal-Bonds ta' Stabbiltà. Limitu relattivament baxx għall-Bonds ta' Stabbiltà (li jimplika ammont kbir ta' ħruġ nazzjonali residwu) jillimita l-periklu morali iżda jista' jħalli lill-Istati Membri b'livelli għoljin eżistenti ta' dejn vulnerabbli għar-riskju ta' inadempjenza katastrofika fuq il-ħruġ nazzjonali tagħhom. Tali inadempjenza katastrofika ġġorr riskju ta' kontaġju għaż-żona tal-euro bħala entità sħiħa. Limitu relattivament għoli għall-Bonds ta' Stabbiltà (li jimplika ammont żgħir ta' ħruġ nazzjonali residwu) jimplika riskju akbar ta' periklu morali iżda xorta jippermetti l-possibbiltà ta' inadempjenza fi Stat Membru b' inqas effetti katastrofiċi u inqas riskju ta' kontaġju għaż-żona euro fit-totalità tagħha. Qafas b'saħħtu biex tinżamm id-dixxiplina fiskali u l-kompetittività ekonomika fil-livell nazzjonali xorta jkun meħtieġ biex jappoġġa l-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà, għalkemm id-dixxiplina tas-suq ipprovduta permezz taż-żamma tal-ħruġ nazzjonali tista' timplika trasferiment anqas drammatiku ta' sovranità milli bl-approċċ tal-ħruġ sħiħ ta' Bonds ta' Stabbiltà. Sadanittant, l-għażla ta' limitu għandha tiddetermina wkoll il-kwalità probabbli tal-kreditu tal-Bond ta' Stabbiltà. Limitu relattivament baxx jista' jirfed il-kwalità tal-kreditu tal-Bonds ta' Stabbiltà billi jillimita l-ammont tad-dejn koperti mill-garanziji in solidum aktar

b'saħħithom[23]. Il-garanzija in solidum għall-Bonds ta' Stabbiltà kważi ċertament tkun teħtieġ bidliet fit-Trattat.

Il-proċess għall-introduzzjoni taħt dan l-approċċ jista' jerġa' jkun organizzat b'modi differenti, skont il-pass mixtieq tal-introduzzjoni. B'introduzzjoni aċċellerata, ċertu sehem mill-bonds tal-gvern pendenti taż-żona tal-euro jiġi sostitwit minn Bonds ta' Stabbiltà f'data speċifikata minn qabel bl-użu ta' fatturi speċifikati minn qabel. Dan malajr jistabbilixxi massa kritika ta' Bonds ta' Stabbiltà pendenti u suq suffiċjentement likwidu b'kurva ta' referenza kompluta għar-rendimenti. Madankollu, dan jista' jimplika li ħafna mill-Istati Membri jilħqu l-limiti fil-mument tal-qalba u jkollhom ikomplu jidħlu fis-swieq kapitali bil-bonds nazzjonali. Taħt il-kundizzjonijiet attwali tas-suq, dan jista' jikkostitwixxi żvantaġġ għal xi Stati Membri. Taħt introduzzjoni aktar gradwali, il-ħruġ gross ġdid kollu (jew kważi kollu) għall-Istati Membri ġodda jkun f'Bonds ta' Stabbiltà sakemm jintlaħaq il-limitu fil-mira tal-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà. Billi għal bosta snin ikunu qed jinħarġu Bonds ta' Stabbiltà biss (jew kważi biss) din l-istrateġija tgħin biex ittaffi l-pressjoni tas-suq u tagħti ż-żmien lill-Istati Membri vulnerabbli biex ir-riformi jidħlu fis-seħħ. Madankollu, jitfaċċaw sfidi speċifiċi għall-perjodu ta' tranżizzjoni, iktar ma l-pajjiżi li għandhom ħafna dejn jibdew tipikament ikollhom rollovers akbar u aktar frekwenti. Sakemm ma jkunux inqablu arranġamenti oħra, is-sostituzzjoni tad-dejn b' Bonds ta' Stabbiltà se tkun iktar mgħaġġla mill-medja, filwaqt li tieħu aktar żmien għal pajjiżi b'dejn taħt il-limitu massimu. Bħala konsegwenza, ir-riskju individwali, li garanzija possibbli konġunta u in solidum tkun qed tkopri, ikun żbilanċjat lejn l-ogħla naħa waqt il-fażi ta' tranżizzjoni, filwaqt li fuq in-naħa l-oħra l-effett tal-likwiditá, li għandu jikkumpensa l-pajjiżi AAA, xorta jibqa' baxx. Din l-ispeċifiċità għandha mnejn ikollha tiġi riflessa fl-arranġamenti tal-governanza. Pereżempju, **alternattiva tista' tkun li jiġu ffissati limiti annwali predefiniti, li jiżdiedu bil-mod minn żero sal-valur fit-tul mixtieq.**

Minħabba l-ħtieġa għall-bidliet fit-Trattat, l-implimentazzjoni ta' dan l-approċċ tista' wkoll tieħu ż-żmien, bħal fil-każ tal-Approċċ Nru. 1, minkejja li l-grad anqas tal-bidliet neċessarji lill-governanza fiskali u ekonomika, dovut għadd-dipendenza parzjali tas-swieq għas-sinjalar u d-dixxiplinar, jista' tagħmel il-proċess tal-implimentazzjoni inqas kumpless u jieħu aktar ħin.

Kaxxa 3: Patt ta' fidi tad-dejn u bonds sikuri

Bħala eżempju speċifiku tal-approċċ tal-ħruġ parzjali, il-Kunsill Ġermaniż tal-Esperti Ekonomiċi (GCEE) ippreżentaw fir-Rapport Annwali tagħhom 2011/12[24] proposta għal bonds sikuri li hija parti minn strateġija wiesgħa ta' tnaqqis tad-dejn fiż-żona tal-euro maħsuba biex il-livell tad-dejn tal-gvern jitreġġa' lura għall-limitu ta' taħt is-60% kif hemm fit-Trattat ta' Maastricht.

Wieħed mill-pilastri tal-istrateġija huwa l-hekk imsejjaħ fond ta' fidi tad-dejn. Il-fond tal-fidi tad-dejn jiġbor id-dejn tal-gvern li jkun jaqbeż 60% tal-PGD tal-pajjiżi individwali tal-Istati Membri fiż-żona euro. Ikun ibbażat fuq responsabbiltà konġunta. Kull pajjiż parteċipanti

[23] Il-proposta ta' Bruegel tiffissa l-limitu għal 60% tal-PGD, bl-użu tal-kriterju ta' Maastricht bħala referenza iżda proposti oħra jagħtu limiti aktar baxxi.. Tabilħaqq, ġie argumentat li limitu baxx biżżejjed virtwalment garanziji riskju żero ta' inadempjenza fuq il-Eurobonds. Suppożizzjoni standard fl-ipprezzar tar-riskji tal-inadempjenza hija li f'każ ta' inadempjenza, jista' jiġi rkuprat 40% tad-dejn. Jekk din il-konsiderazzjoni tiġi applikata għad-dejn sovran, limitu taħt il-valur tal-irkupru jimplika li d-dejn maħruġ taħt l-iskema komuni jitħallas taħt kull kondizzjoni.

[24] Ippubblikata fid-9 ta' Nov. 2011, , il-paragrafi 9-13 u 184-197

għandu, skont mogħdija ta' konsolidament definita, ikun obbligat jifdi awtonomament id-dejn trasferit fuq perjodu ta' 20 sa 25 sena. Ir-responsabbiltà konġunta waqt il-fażi tal-pagament tfisser li b'hekk ikunu nħolqu l-bonds sikuri. Fil-prattika, il-fond tal-fidi joħroġ bonds sikuri u r-rikavati jintużaw mill-pajjiżi parteċipanti biex ikopru l-ħtiġijiet tal-finanzjament kurrenti maqbula minn qabel għall-fidi ta' bonds pendenti u self ġdid. Għalhekk, it-trasferiment tad-dejn iseħħ gradwalment fuq madwar ħames snin. L-Istati Membri bid-dejn 'il fuq minn 60% tal-PGD għalhekk ma jkollhomx ifittxu finanzjament fis-suq matul il-fażi tal-bidu, dejjem sakemm it-triq tat-tnaqqis tad-dejn maqbula minn qabel tkun ġiet irrispettata. Wara l-fażi tal-introduzzjoni il-livelli tad-dejn pendenti fiż-żona tal-euro ikunu jinkludu: (i) dejn nazzjonali sa 60% tal-PGD tal-pajjiż, u (ii) dejn trasferiti lill-fond tal-fidi li jammonta għall-bqija tad-dejn fiż-żmien tat-trasferiment. Mistoqsijiet miftuħa jibqgħu, pereżempju, dwar ir-riskju tal-fond u l-impatt fuq il-privileġġi de facto mil-kollateralizzazzjoni tal-bonds tal-fond.

Il-pat tal-fidi tad-dejn tal-GCEE għal bonds sikuri tgħaqqad il-ħruġ konġunt (temporanju) u regoli stretti dwar l-aġġustament fiskali. Ma tikkostitwix proposta għal Bonds ta' Stabbiltà skont it-tifsira f'din il-Green Paper, fis-sens li l-ħruġ konġunt jkun temporanju u użat biss għal Stati Membri bi proporzjon ta' dejn pubbliku 'l fuq minn 60% tal-PDG. Minflok, il-GCEE tipproponi li tintroduċi għodda ta' finanzjament temporanju li tagħti lill-Istati Membri kollha taż-żona tal-ewro ż-żmien u l-ispazju għall-immanuvrar biex iġibu d-dejn tagħhom taħt is-60% tal-PGD. Ladarba jintlaħaq dan il-għan, il-fond u l-bonds sikuri jiġu awtomatikament likwidati. Għalhekk, il-bonds sikuri huma għodda għall-kriżi aktar milli mod ta' integrazzjoni permanenti tas-swieq tal-bonds tal-gvern taż-żona tal-euro. Anki jekk temporanju, il-patt tal-fidi tad-dejn jista' jikkontribwixxu għar-riżoluzzjoni tal-problema attwali tad-dejn żejjed.

2.3. L-Approċċ Nru 3: Is-sostituzzjoni parzjali tal-ħruġ nazzjonali bi ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà b'garanziji in solidum

Taħt dan l-approċċ, il-Bonds ta' Stabbiltà jerġgħu jissostwixxu parzjalment biss il-ħruġ nazzjonali u jkunu appoġġjati minn garanziji pro-rata tal-Istati Membri taż-żona tal-euro[25]. Dan l-approċċ ivarja mill-Approċċ Nru 2 safejn l-Istati Membri jżommu r-responsabbiltà għas-sehem rispettiv tagħhom tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà kif ukoll il-ħruġ nazzjonali tagħhom. Madankollu, kwistjonijiet relatati mal-qasma bejn Bonds ta' Stabbiltà u l-ħruġ nazzjonali, inkluża l-għażla ta' limitu għall-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà, se tkun fil-biċċa l-kbira l-istess.

Dan l-approċċ għall-Bond ta' Stabbiltà iwassal inqas mill-benefiċċji tal-ħruġ konġunt imma jeħtieġ inqas prekondizzjonijiet x'jintlaħqu. Minħabba l-garanzija in solidum, iżda mhux proporzjonali, il-periklu morali jittaffa. L-Istati Membri ma jkunux jistgħu joħroġu emissjonijiet u jibbenefikaw minn kwalità ogħla tal-kreditu fl-Istati Membri l-oħra. Barra minn hekk, il-kontinwazzjoni tal-ħruġ ta' bonds nazzjonali tista' tesponi lill-Istati Membri għall-iskrutinju tas-suq u għall-ġudizzju tas-suq li jistgħu jkunu, possibbilment u xi drabi, deterrent qawwi addizzjonali għall-imġiba fiskali irresponsabbli. Filwaqt li dan l-approċċ ikun ta' użu aktar limitat fit-trawwim tal-effiċjenza u l-istabbiltà tas-suq finanzjarju, ikun jista' jintuża aktar faċilment u malajr. Minħabba l-garanziji proporzjonali, l-Istati Membri soġġetti għal primjums b'riskju tas-suq għoli jibbenefikaw konsiderevolment inqas mill-affidabbiltà kreditizja ta' Stati Membri b'rendiment baxx milli fl-Approċċ Nru 2 u partikolarment milli fl-Approċċ Nru 1. F'dak is-sens, tkun ħafna aktar limitata l-kontribuzzjoni possibbli tal-Approċċ Nru 3 lejn it-taffija ta' kriżi tad-dejn sovran fiż-żona tal-euro u l-implikazzjonijiet possibbli tagħha fuq is-settur finanzjarju. Madankollu, minħabba ż-żmien tal-implimentazzjoni possibbilment aktar mgħaġġel għal dan l-approċċ, għall-kuntrarju taż-żewġ approċċi l-oħra, dan jista' possibbilment jgħin fl-indirizzar tal-kriżi attwali tad-dejn sovran.

Il-kwistjoni ewlenija għal dan l-approċċ tkun in-natura tal-garanzija li ssostni l-Bond ta' Stabbiltà. Fin-nuqqas ta' kull titjib tal-kreditu, il-kwalità tal-kreditu ta' Bond ta' Stabbiltà mirfuda minn garanziji proporzjonali tkun, fl-aħjar każ, il-medja (ippeżata) tal-kwalitajiet tal-kreditu tal-Istati Membri taż-żona tal-euro. Tista' anke tkun determinata mill-kwalità tal-kreditu tal-Istat Membru l-inqas ikklassifikat, sakemm ma jgawdux minn privileġġi kredibbli fuq il-ħruġ nazzjonali fil-każ tal-Istati Membri kollha (ara taħt). Dan jista' jnaqqas l-aċċettazzjoni tal-istrument fost l-investituri u fost l-Istati Membri kklassifikati l-ogħla u jdgħajjef l-benefiċċji tal-Bonds ta' Stabbiltà, notevolment ir-reżistenza tagħhom fi żminijiet ta' stress finanzjarju.

Sabiex tiżdied l-aċċettazzjoni tal-Bond ta' Stabbiltà taħt dan l-approċċ, il-kwalità tal-garanziji sottostanti tista' tiġi msaħħa. L-Istati Membri jistgħu jipprovdu l-privileġġi lis-servizz tad-dejn tal-Bonds ta' Stabbiltà. Barra minn hekk, l-Istati Membri jistgħu jipprovdu l-kollateral, bħal flus kontanti jew riżervi ta' deheb li jmorru sew lil hinn mill-ħtiġijiet fil-biċċa l-kbira tal-pajjiżi tal-UE, kif ukoll l-allokazzjoni tad-dħul speċifiku mit-taxxa speċifiċi għall-ħlas tal-Bonds ta' Stabbiltà. Aktar milli għall-Approċċ Nru 2, fejn il-parti komuni hija appoġġjata minn garanziji in solidum, il-fattibilità ta' din l-alternattiva sserraħ fuq l-istatus privileġġjat tal-emittent komuni u fuq limitu prudenti għall-ħruġ konġunt. Dan jenfasizza l-ħtieġa ta' analiżi bir-reqqa tal-implikazzjonijiet ta' din l-alternattiva għall-bonds attwali fiċ-

[25] Approċċ bħal dan tqies fir-rapport tal-Giovannini Group (2000) – għalkemm permezz tal-ħruġ deċentralizzat u ġie iktar reċentement propost minn De Grauwe u Moesen (2009), Monti (2010) u Juncker u Tremonti (2010).

ċirkolazzjoni, fejn jistgħu jeżistu xi klawżoli ta' rahan negattiv, u l-identifikazzjoni ta'soluzzjonijiet xierqa.

Filwaqt li taħt kundizzjonijiet normali, l-ispiża totali tad-dejn għal pajjiż għandha tibqa' kostanti jew tonqos, l-ispiża marġinali tad-dejn kieku togħla. Dan għandu jgħin fit-trażżin tal-periklu morali u jġiegħel id-dixxiplina baġitarja, anki fin-nuqqas ta' kwalunkwe forma partikolari ta'governanza jew sorveljanza fiskali mtejba. Il-Bond ta' Stabbiltà jipprovdi b'hekk rabta u jsaħħaħ l-effettività tal-pakkett ta' governanza li jkun għadu kemm ġie stabbilit, jekk l-ammonti li għandhom jiġu ffinanzjati permezz tal-ħruġ konġunt jiġu determinati f'rabta mill-qrib mal-miri fiskali stabbiliti fil-programmi ta' Stabbiltà u joħolqu inċentivi qawwija għat-tnaqqis rapidu tal-livelli globali tad-dejn[26]. Jelimina wkoll il-ħtieġa għal bidla fi-Trattat f'dan ir-rigward. Madankollu, iż-żamma tal-kwalità tal-kreditu tal-Bond ta' Stabbiltà tkun x'aktarx teħtieġ leġislazzjoni sekondarja biex jiġi stabbilit l-istatus privileġġjat tal-Bond ta' Stabbiltà.

L-alternattivi fit-trattament tal-bonds storiċi, kif ukoll il-vantaġġi u l-iżvantaġġi rispettivi tagħhom, ikunu simili għal dawk deskritti taħt l-Approċċ Nru 2.

Din l-alternattiva tista' tiġi implimentat relattivament malajr. Din l-alternattiva tista' tiġi segwita mingħajr ma jkun meħtieġ tibdil fit-Trattat tal-UE, filwaqt li l-leġiżlazzjoni sekondarja tista' tkun ta' għajnuna biex issaħħaħ il-prinċipju tal-privileġġ. Barra minn hekk, is-sostituzzjoni ta' bonds nazzjonali b' Bonds ta' Stabbilità tkun biss parzjali.

2.3.1. L-approċċi magħquda

Billi l-kamp tal-applikazzjoni, l-ambizzjoni u ż-żmien meħtieġ għall-implimentazzjoni jvarja għat-tliet approċċi, dawn jistgħu wkoll jingħaqdu L-Approċċ Nru. 1 jista' jitqies l-aktar approċċ ambizzjuż, li jrodd l-akbar riżultati għall-integrazzjoni tas-suq u t-tisħiħ tal-istabbiltà, iżda għandu mnejn ikun jeħtieġ żmien konsiderevoli għall-implimentazzjoni. Min-naħa l-oħra, l-Approċċ Nru. 3, bil-kamp tal-applikazzjoni u l-istruttura tal-garanzija differenti tiegħu, jidher aktar lest għal mobilitazzjoni aktar mgħaġġla. Għalhekk, hemm ċertu kompromess bejn l-ambizzjoni tal-karatteristiċi u l-kamp tal-applikazzjoni tal-Bond ta' Stabbiltà u l-veloċità possibbli tal-implimentazzjoni. Biex jingħeleb dan il-kompromess id-diversi għażliet jistgħu jingħaqdu bħala passi sekwenzjali fi proċess ta' implimentazzjoni gradwali: Introduzzjoni relattivament bikrija bbażata fuq approċċ parzjali u struttura ta' garanzija proporzjonali, flimkien ma' pjan għal rotta lejn żvilupp ulterjuri ta' dan l-istrument u l-governanza isħeħ relatata. Direzzjoni politika immedjata tista' tgħin biex tiżgura l-aċċettazzjoni mis-suq tal-Bonds ta' Stabbiltà mill-bidunett.

2.3.2. L-impatt fuq l-Istati Membri tal-UE li mhumiex fiż-żona tal-euro u pajjiżi terzi

Il-**parteċipazzjoni fil-qafas tal-Bonds ta' Stabbiltà hija normalment maħsuba għall-Istati Membri taż-żona tal-euro[27].** Dan huwa minħabba x-xewqa normali tal-Istati Membri li joħorġu d-dejn u jmantnu s-swieq fil-valuta tagħhom u l-fatt li E-bonds jistgħu jkunu parti

---

26 Bl-istess mod, iżda x'aktarx bil-ħtieġa ta' bidla fit-Trattat, Bini-Smaghi ppropona Eurobond b'garanziji pro-rata imma bid-dritt li jinħareġ dejn trasferit mill-Stati Membri lil xi aġenzija supranazzjonali. Id-dejn jista' jinħareġ għal livelli maqbula mill-Kunsill fil-kuntest tal-approvazzjoni ta' kull sena ta' programmi tal-istabbiltà , li jagħmlu impossibbli l-ħruġ tad-dejn biex tiġi koperta n-nefqa fuq il-limitu tad-dejn stipulat kull sena. B'dan il-mod jinħoloq "brejk tad-dejn" li jġiegħel pajjiż jieħu deċiżjoni bikrija meta d-dejn pubbliku tiegħu jersaq qrib wisq tal-limitu maqbul.

27 Anki jekk, partikolarment taħt l-approċċ Nru.3, tidher konċepibbli l-parteċipazzjoni minn Stati Membri barra ż-żona tal-euro.

minn qafas ta' grad ogħla ta' integrazzjoni ekonomika u politika. Madankollu, dawn l-Istati Membri xorta jiġu affettwati mill-introduzzjoni ta' Bonds ta' Stabbiltà, akkumpanjata minn qafas imsaħħaħ ta' tmexxija ekonomika. L-istabbiltà finanzjarja fiż-żona tal-ewro mrawma mill-Bonds ta' Stabbiltà direttament u sostanzjalment ukoll tistabbilizza s-swieq finanzjarji u l-istituzzjonijiet f'dawn il-pajjiżi. L-istess japplika għal kwalunkwe pajjiż terz, sal-punt tar-rabtiet ekonomiċi u finanzjarji tiegħu maż-żona tal-euro. Min-naħa l-oħra, il-ħolqien, b'Bonds ta' Stabbiltà, ta' suq kbir u sod ħafna għall-assi sikuri jista' jżid il-kompetizzjoni bejn is-swieq finanzjarji għall-interess mill-investituri.

Tabella 1: Ħarsa lejn it-tliet alternattivi ewlenin

	(Alternattiva 1)	(Alternattiva 2)	(Alternattiva 3)
Karatteristiċi prinċipali			
– Grad ta' sostituzzjoni tal-ħruġ nazzjonali b'Bonds ta' Stabbiltà	Totali	Parzjali	Parzjali
– Struttura tal-garanzija	In solidum	In solidum	Proporzjonali bi protezzjoni tal-kreditu
Effetti ewlenin			
– fuq l-ispejjeż medji għall-finanzjament 1/ għall-Bond ta' Stabbiltà bħala entità sħiħa 2 /fuq il-pajjiżi	1/ Effett medju pożittiv minn likwidità kbira ħafna kkumpensat minn periklu morali qawwi. 2/ Ċaqliqa qawwija tal-benefiċċji minn pajjiżi bi klassifikazzjoni ogħla għal dawk bi klassifikazzjoni aktar baxxa	1/ Effett medju pożittiv, minn likwidità medja u periklu morali limitat 2/ Ċaqliqa iżgħar tal-benefiċċji minn pajjiżi bi klassifikazzjoni ogħla għal dawk bi klassifikazzjoni aktar baxxa Xi pressjoni tas-suq fuq Stati Membri b' livell għoli ta' dejn u klassifikazzjonijiet tal-kreditu subprime	1/ Effett medju pożittiv, effett tal-likwidità aktar baxx u politika aktar sodi ġejjin mit-tisħiħ tad-dixxiplina mtejba tas-suq 2/ ebda impatt fuq il-pajjiż. Pressjoni tas-suq aktar qawwija fuq Stati Membri b'livell għoli ta' dejn u tal-klassifikazzjonijiet tal-kreditu subprime
– fuq il-periklu morali possibbli (mingħajr governanza msaħħa)	Għoli	Medju, iżda inċentivi tas-suq qawwijin għad-dixxiplina fiskali	Baxx, iżda inċentivi tas-suq qawwijin għad-dixxiplina fiskali
– fuq l-integrazzjoni finanzjarja fl-Ewropa	Għoli	Medju	Medju
– fuq l-attrattività globali tas-swieq finanzjarji tal-UE	Għoli	Medju	Medju
– fuq l-istabbiltà tas-swieq finanzjarji	Għoli	Għoli, iżda xi sfidi fil-każ ta' livelli insostenibbli tal-ħruġ nazzjonali	Baxx, iżda tista' tgħin biex titratta l-kriżi attwali bis-saħħa tal-implimentazzjoni rapida tiegħu.

Kunsiderazzjonijiet legali	X'aktarx bidla fit-Trattat	X'aktarx bidla fit-Trattat	L-ebda bidla fit-Trattat meħtieġa. Leġiżlazzjoni sekondarja tista' tkun utli
Żmien minimu ta' implimentazzjoni meħtieġ	Twil	Medju għal twil	Qasir

3. IL-QAFAS FISKALI GĦALL-BONDS TA' STABBILTÀ

3.1. Kuntest

Il-qafas tas-sorveljanza fiskali diġà ġie msaħħaħ bir-riforma tal-PST, inkluż b'mekkaniżmi ta' infurzar ġodda. Barra minn hekk, għandu jiġi msaħħaħ aktar fiż-żmien qarib, speċjalment għal Stati Membri taż-żona tal-euro taħt il-Proċedura ta' Żbilanċ Eċċessiv u/jew li jitolbu jew jirċievu assistenza finanzjarja, skont il-konklużjonijiet riċenti tal-Kapijiet tal-Istat u l-Gvernijiet taż-żona tal-euro u l-proposta reċenti tal-Kummissjoni għal żewġ regolamenti ġodda bbażati fuq l-Artikolu 136:

– il-proposta għal Regolament dwar id-dispożizzjonijiet komuni għall-monitoraġġ u l-valutazzjoni tal-abbozzi tal-pjanijiet baġitarji u l-iżgurar tal-korrezzjoni tad-defiċit eċċessiv fl-Istati Membri taż-żona tal-euro għandha l-għan triplu li (a) tikkumplimenta s-Semestru Ewropew bi skeda baġitarja komuni bil-għan li l-passi ewlenin fit-tħejjija tal-baġits nazzjonali jiġu sinkronizzanti aħjar; (b) tikkumplimenta is-sistema ta' sorveljanza multilaterali tal-politiki baġitarji (il-fergħa preventiva tal-PST) bi ħtiġijiet ta' monitoraġġ addizzjonali sabiex jiġi żgurat li r-rakkomandazzjonijiet tal-politika tal-UE fil-qasam baġitarju huma integrati kif suppost fit-tħejjijiet għall-baġit nazzjonali u (c) tikkumplimenta l-proċedura għal korrezzjoni ta' żbilanċ eċċessiv ta' Stat Membru (il-fergħa korrettiva tal-PST) b' monitoraġġ iktar mill-qrib tal-politiki baġitarji tal-Istati Membri fil-proċedura tal-iżbilanċ eċċessiv sabiex tinkiseb f'waqtha korrezzjoni dewwiema tad-defiċits eċċessivi;

– il-proposta għal Regolament dwar is-sorveljanza mtejba jiżgura li Stat Membru taż-żona tal-euro għandu jkunu soġġetti għal sorveljanza mtejba meta jkun qed jesperjenza - jew fir-riskju li jesperjenza – taqlib finanzjarju serju, bil-għan li jiġi żgurat li jerġa lura malajr għal sitwazzjoni normali u li jitħarsu l-Istati Membri ol-ħra taż-żona tal-euro mill-effetti negattivi konsegwenti possibbli.

Dawn iż-żewġ Regolamenti ġodda flimkien ma' bidliet profondi li joħorġu mir-riforma tal-PST jikkostitwixxu bażi solida għall-koordinazzjoni mtejba tal-politika baġitarja tal-Istati Membri taż-żona tal-euro.

Xorta waħda, il-Bonds ta' Stabbiltà joħolqu riskji ta' periklu morali u jeħtieġu aktar tisħiħ tal-qafas, skont l-alternattiva magħżula. Jistgħu jiġu identifikati tliet dimensjonijiet ta' dan il-qafas imsaħħaħ:

– Iktar sorveljanza u intrusività fid-disinn u l-implimentazzjoni tal-politiki fiskali nazzjonali jkunu ġġustifikati lil hinn mill-proposti riċenti. Barra minn hekk, jibqa' assigurat għal kollox is-servizz lill-Bonds ta' Stabbiltà.

– Fl-istess ħin, l-eżistenza nnifisha tal-Bonds ta' Stabbiltà tista' tbidel fundamentalment il-proċessi baġitarji, notevolment permezz tal-mekkaniżmi ta' allokazzjoni, u toffri għodda biex effettivament tinforza qafas għall-politika fiskali bbażata fuq ir-regoli.

– Il-kundizzjonijiet fiskali jistgħu jintalbu għad-dħul fis-sistema tal-Bonds ta' Stabbiltà, bl-effett li tissaħħaħ il-kredibbiltà tal-pjanijiet kurrenti għall-aġġustament attwali kif ukoll dawk attwalment għaddejjin.

3.2. Aktar sorveljanza u intrusività fil-politiki fiskali nazzjonali

Ir-riformi reċenti u li ser iseħħu tas-sorveljanza joħlqu bażi soda biex jillimitaw dawn ir-riskji, iżda jkunu meħtieġ aktar riformi. It-tisħiħ ta' dan il-qafas jista' japplika għas-sorveljanza tal-UE u l-oqfsa baġitarji nazzjonali.

F'konformità mal-bidliet attwalment diskussi, dan ikun jinvolvi stħarriġ aktar bir-reqqa tal-abbozzi tal-baġits, mhux biss għal pajjiżi li qed jaffaċjaw taqlib fiskali iżda għall-Istati Membri parteċipanti kollha. L-approvazzjoni tal-UE tal-baġits tista' tkun meħtieġa għall-Istati Membri parteċipanti taħt ċerti ċirkostanzi bħal livelli għoljin ta' dejn jew ta' żbilanċ. Barra minn hekk, ikun meħtieġ qafas ta' monitoraġġ ħafna iktar qawwi tal-eżekuzzjoni baġitarja. Dan jista' jinkludi rappurtar regolari waqt laqgħat baġitarji komuni, l-iżvilupp ta' mekkaniżmi ta' twissija bbażati fuq valutazzjonijiet fiskali, u l-possibbiltà attwali ta' korrezzjoni tal-iżbalji matul l-eżekuzzjoni – pereżempju bl-ippjanar espliċtu ta' riżervi baġitarji ex ante u l-ikkondizzjonar tad-dħul fis-seħħ ta'miżuri għalijin ġodda għall-eżekuzzjoni f'waqtha.

L-oqsfa fiskali nazzjonali se jissaħħu fiż-żmien relattivament fil-qrib bl-implimentazzjoni tad-Direttiva dwar l-oqfsa fiskali (li fil-fatt tista' tiġi aċċellerata). Barra minn hekk, għaddejjin diskussjonijiet lejn progress ulterjuri, fost l-oħrajn bl-introduzzjoni ta' regoli li jittraduċu l-qafas tal-PST f'leġiżlazzjoni nazzjonali, preferibbilment fuq livell Kostituzzjonali, u b'mekkaniżmi ta' infurzar adegwati. Tisħiħ ewlieni ieħor possibbli tal-oqfsa nazzjonali jinkludu l-adozzjoni ta' oqfsa vinkolanti fuq medda ta' żmien medja, korpi indipendenti li jivvalutaw is-suppożizzjonijiet sottostanti tal-baġits nazzjonali u mekkaniżmi effettivi ta' koordinazzjoni bejn il-livelli tal-amministrazzjoni pubblika. Fir-rigward tal-aħħar punt, il-ġbir tad-dejn fil-livell Ewropew jista' jagħti raġuni addizzjonali għat-tqarrib tal-ġestjoni tad-dejn tas-sotto-setturi tal-amministrazzjoni pubblika.

L-oqfsa nazzjonali għandhom ukoll rwol importanti fl-appoġġ għas-sorveljanza fil-livell tal-UE. Pereżempju, skedi ta' żmien komuni għat-tħejjija tal-baġits jistgħu jiffaċilitaw is-sorveljanza tal-UE (u jistgħu fil-fatt ikunu meħtieġa biex ifasslu l-allokazzjoni għall-Bonds ta' Stabbiltà fil-prattika). Bl-istess mod, monitoraġġ xieraq ta' eżekuzzjoni tal-baġit fil-livell tal-UE tiddependi minn arranġamenti nazzjonali sodi għal dak il-għan, li jistgħu jitolbu għall-adozzjoni ta' standards komuni ta' kontroll u żvelar.

Ikollu jkun hemm sistema li tiżgura b'mod kredibbli s-servizz sħiħ tad-dejn għal kull Stat membru li jibbenefika mill-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà. Dan jirrikjedi li l-manutenzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà, jew aktar speċifikament il-ħlas ta' imgħax fuq il-ħruġ konġunt, ma jqanqal dubji fl-ebda ċirkostanza. Għażla waħda għal dan il-għan tkun li tingħata setgħa intrużiva estensiva fil-livell tal-UE f'każijiet ta' taqlib finanzjarju serju, inkluża l-possibbiltà li l-Istat mMmbru li jkun qed ifalli jitqiegħed taħt xi forma ta' "amministrazzjoni". Għażla oħra, kif issemmi diġà fis-sezzjoni preċedenti, li tista' forsi tindaħal inqas fis-sovranità nazzjonali, tkun li tiddaħħal klawżola għall-pajjiżi parteċipanti dwar il-privileġġi ta'servizz tad-dejn fis-sistema tal-Bonds ta' Stabbiltà fuq kwalunkwe infiq ieħor fil-baġits nazzjonali. Dawn ir-regoli għandu jkollhom forza legali stretti, preżumibbilment fuq livell Kostituzzjonali. Barra minn hekk u skont din, l-obbligi lejn l-istabbiltà tas-sistema tal-Bonds ta' Stabbiltà jkollhom jkunu privileġġjati fil-konfront ta' emissjonijiet nazzjonali ġodda (li jkun baqa') jekk ikun hemm.

3.3. Il-Bonds ta' Stabbiltà bħala komponent ta' qafas fiskali mtejjeb

Filwaqt li l-Bonds ta' Stabbiltà joħolqu riskji ta' periklu morali, x'aktarx ibiddlu wkoll mill-għeruq il-kundizzjonijiet li fihom jiġu fformulati u implementati l-politiki baġitarji. Dan huwa partikolarment minħabba li l-gwida Ewropea dwar il-politiki tal-baġit nazzjonali kieku jiġu tradotti f'ċifri tanġibbli mill-proċess proprju tal-iffissar tal-allokazzjonijiet tas-self lill-Istati Membri parteċipanti. Tabilħaqq, il-funzjonament tal-Bonds ta' Stabbiltà, taħt kull waħda mill-għażliet diskussi, se jeħtieġ it-tfassil ta' limiti massimi *ex ante* għas-self nazzjonali li mbagħad jispiċċaw jinkwadraw jew mill-inqas jaffettwaw il-baġits nazzjonali, speċjalment f'każ tal-għażliet b'konsegwenzi fil-wisa' (jiġifieri l-Approċċ Nru. 1 fuq), fejn il-Bonds ta' Stabbiltà jkunu mistennija jkopru l-bżonnijiet kollha, jew il-parti l-kbira tagħhom, tal-ħtiġijiet ġodda ta' finanzjament tal-pajjiżi parteċipanti. F'din il-perspettiva, il-Bonds ta' Stabbiltà jistgħu jitqiesu mhux biss bħala sors potenzjali ta' periklu morali, iżda wkoll bħala xprun għal koordinazzjoni aħjar tal-politiki baġitarji permezz tal-infurzar effettiv ta' qafas ibbażat fuq ir-regoli.

Jekk il-Bonds ta' Stabbiltà jipprovdu l-finanzi tal-gvern kollha jew il-parti l-kbira tagħhom (jiġifieri l-Approċċ Nru 1), prinċipji ċari jkollhom jiggwidaw il-qafas għall-allokazzjonijiet taħt l-iskema tal-Bond ta' Stabbiltà :

(1) *L-allokazzjonijiet massimi ikollhom jiġu bbażati fuq regoli fiskali sodi biżżejjed*, bil-qafas taħt il-kappa tal-PST joffri bażi naturali. Ir-regoli b'hekk jipprovdu inċentivi qawwija għall-imġiba fiskali responsabbli.

(2) *Dawn il-linji gwida se jkollhom jindirizzaw il-grad ta' flessibilità* sabiex jittrattaw żviluppi mhux mistennija u biex jimminimizzaw ir-riskju ta' politiki pro-ċikliċi. Kwistjoni ewlenija se tkun jekk il-flessibbiltà fiskali biex ikun hemm reazzjoni għax-xokkijiet, sew speċifiċi għall-pajjiżi sew fil-livell taż-żona tal-euro, tkunx ipprovduta bi ħruġ addizzjonali ta' Bonds ta' Stabbiltà jew inkella jkollhiex tiddependi fuq il-ħruġ nazzjonali (sakemm dan jibqa' possibbli). Aktar ma jkun hemm flessibbiltà permessa fi ħdan is-sistema, aktar tkun l-ħtieġa għal mekkaniżmi ta' kostrizzjoni (bħal kontijiet ta' kontroll) li jiżguraw li l-flessibilità tinżamm fil-limiti miftiehma u jiġi evitat li d-dejn jibda dieħel 'inkiss inkiss'.

(3) *Ir-regoli għandhom probabbilment ukoll jinkorporaw xi forma ta' 'rispons gradwat' għal żvilupp fiskali dubjużi.* Din il-gradazzjoni tista' tieħu l-forma ta' sorveljanza msaħħa u intrusività fil-politiki fiskali nazzjonali, kif previst hawn fuq.

Barra minn hekk, l-inċentivi finanzjarji għal politiki fiskali sodi jistgħu jkunu mibnija fis-sistema. Filwaqt li r-rendimenti tal-Bonds ta' Stabbiltà jkunu bbażati fuq is-suq, l-ispejjeż tal-finanzjament jistgħu jkunu differenzjati madwar l-Istati Membri skont il-pożizzjonijiet fiskali jew il-politiki fiskali tagħhom, jew tal-affidabbiltà kreditizja tagħhom, kif rifless mill-primjum fuq ir-riskju tal-ħruġ nazzjonali fuq il-ħruġ konġunt. Dan jipprovdi inċentiv għal politiki fiskali sodi fi ħdan is-sistema u li jispiċċaw jimitaw id-dixxiplina tas-suq b'mod aktar konsistenti u bla intoppi milli jagħmlu s-swieq. Inċentiv bħal dan, li jkun awtomatikament jeżisti taħt l-alternattiva 'garanzija in solidum', jisa' jittejjeb b'rati 'punitivi' fil-każ ta' devjazzjoni mill-pjani.

3.4. Il-kundizzjonijiet fiskali għad-dħul fis-sistema

Sabiex tiġi implimentata l-viżjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà bħala "bonds għall-istabbiltà", jistgħu jiġu ffissati kundizzjonijiet makro-ekonomiċifiskali għall-Istati Membri sabiex jidħlu fis-sistema u jibqgħu fiha. Pereżempju, Stati membri jistgħu jiġu mċaħħda mill-aċċess għall-Bonds ta' Stabbiltà jekk ma jkunux osservaw l-impenji tagħhom taħt il-PST jew fi ħdan qafas fiskali msaħħaħ. Alternattivament, l-Istati Membri li ma jżommux mall-miri fiskali tagħhom jista' jkollhom jipprovdu kollateral (addizzjonali) għal ħruġ ġdid ta' Bonds ta' Stabbiltà jew inkella jkunu soġġetti għal soprataxxa fuq l-imgħax. L-aċċess jista' jkun limitat ukoll bħala funzjoni tal-grad ta' nuqqas ta' konformità, jiġifieri devjazzjoni tal-baġit ġenerali tal-gvern minn kull punt perċentwali tal-PGD jista' jnaqqas id-dritt li jinħarġu Bonds ta' Stabbiltà b'ċertu ammont tata'punti perċentwali ta' PGD.

Wieħed jista' jistenna li jkun hemm għadd ta' benefiċċji minn dan l-approċċ:

– L-ewwel, sal-punt li jixtiequ jiġu inklużi fis-sistema tal-Bonds ta' Stabbiltà, l-Istati Membri jkollhom inċentivi addizzjonali biex jimplimentaw bis-sħiħ l-isforzi ta' konsolidazzjoni u riforma li jkunu ġa daħlu għalihom, b'mod simili għall-isforzi ta' konverġenza li saru għall-adozzjoni tal-euro.

– It-tieni, is-swieq finanzjarji u d-ditti inġenerali jikkunsidraw il-pjanijiet għall-konsolidament bħala aktar kredibbli fid-dawl tal-prospettiva għall-Bonds ta' Stabbiltà. B'kekk, il-prospettiva tas-sħubija fil-Bonds ta' Stabbiltà tista' tkabbar il-fiduċja diġà fuq medda relattivament qasira ta' żmien. Kunfidenza mġedda bħal din tista' fil-fatt tiffaċilita l-aġġustamenti fiskali f'xi pajjiżi.

– Fl-aħħarnett, il-kondizzjonijiet fiskali qawwija għad-dħul u l-parteċipazzjoni kontinwata ikunu strumentali biex jitbaxxew il-proporzjonijiet tad-dejn u l-ħtiġijiet tas-self qabel ma l-pajjiżi rispettivi jipparteċipaw fil-Bonds ta' Stabbiltà. B'dan il-mod, il-primjums tar-riskju u r-rendimenti tal-Bonds ta' Stabbiltà jistgħu jitbaxxew.

Tali approċċ jimplika li l-Istati Membri jkollhom bżonn iżommu l-possibilitajiet tal-finanzjament residwu, fil-każ li ma jissodisfawx dawn il-kondizzjonijiet. Għalhekk, il-Bond ta' Stabbiltà mhux bilfors jissostitwixxi l-ħruġ tal-bonds kollu tal-Istati Membri fiż-żona tal-euro. Wieħed ikollu wkoll jinnomina istituzzjoni jew korp responsabbli għas-sorveljanza tal-konformità ma' dawn l-kriterji għad-dħul (pereżempju, imma mhux neċessarjament, l-uffiċju tal-ġestjoni tad-dejn).

4. KWISTJONIJIET TA' IMPLIMENTAZZJONI

4.1.1. Il-fasla tal-organizzazzjoni

Jeħtieġ li jiġu deċiżi għadd ta' kwistjonijiet tekniċi fir-rigward tal-organizzazzjoni tal-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà. L-aktar importanti hija li trid tiġi determinata l-istruttura istituzzjonali tal-operazzjonijiet ta' finanzjament, jiġifieri jiġix stabbilit uffiċċju ċentralizzata għall-ġestjoni tad-dejn (DMO) jew inkella jekk il-funzjonijiet essezjali jistgħux jitwettqu b'mod deċentralizzat mit-Teżori nazzjonali u d-DMOs. Fir-rigward tal-approċċ deċentralizzat, il-ħruġ ikun irid jitwettq skont termini u proċeduri uniformi u jkunu jeħtieġu grad għoli ta' koordinazzjoni. Filwaqt li l-approċċ ċentralizzat jevita l-koordinazzjoni tal-ħruġ ta' bonds, xorta jkun jeħtieġ it-trażmissjoni ta' tagħrif affidabbli u dettaljat dwar il-bżonnijiet ta' finanzjament tal-Istati Membri sabiex il-ħruġ ikun jista' jiġi ppjanat. Fir-rigward tad-disinn ta'

aġent ċentrali tal-ħruġ, hemm bosta alternattivi konċepibbli, fosthom: (a) il-Kummissjoni Ewropea tista' sservi bħala DMO, u dan ikun jippermetti l-introduzzjoni rapida tal-Bond ta' Stabbiltà u jippermettu lill-istrument jintuża biex tiġi amministrata l-kriżi attwali; jew (b) l-EFSF/MES trasformati f'DMO proprja; jew (c) jistgħu jinħoloq DMO ġdid tal-UE[28], li jkun jeħtieġ xi żmien biex issir operattiv. L-ispiża amministrattiva eżatta tal-introduzzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà ma tistax tiġi kkalkolata mingħajr ma d-dettalji l-oħrajn kollha jiġu definiti bil-quddiem. Il-kobor tagħhom ikollu wkoll impatt fuq il-baġits tal-Istati Membri.

Kwistjoni teknika importanti tkun kif DMO ċentralizzat isellef il-fondi miġbura lill-Istati Membri. Fil-prinċipju, ikun hemm żewġ għażliet, li jistgħu wkoll jingħaqdu: (a) self tal-misluf (on-lending) fil-forma ta' self dirett, fejn l-Istat Membru jirċievi l-finanzjament tiegħu permezz ta' ftehim tas-self; u (b) l-akkwist dirett tal-bonds tal-gvern kollha, jew l-ammont miftiehem, mill-Istati Membri mid-DMO fis-suq primarju. It-tieni għażla tippermetti lid-DMO jixtri wkoll dejn tal-gvern pendenti fuq is-suq sekondarju, jekk meħtieġ.

Ikun jeħtieġ ukoll li jiġi organizzat il-ħlas lura tal-bonds. L-aktar mod sempliċi biex isir dan ikun permezz ta' trasferimenti mill-awtoritajiet nazzjonali lill-aġent emittenti li mbagħad jorganizza l-ħlas lura lid-detenturi tal-bonds. Sabiex jiżgura li l-parteċipanti fis-suq ikollhom fiduċja li Jkun dejjem garantit is-serviz tad-dejn u ma jseħħx dewmien fil-pagamenti, id-DMO jeħtieġ li jkollu dħul stabbli u prevedibbli. Filwaqt li l-Istati Membri jkun jeħtiġilhom jiggarantixxu l-obbligazzjonijiet ta' din l-entità, ikollu jiġi vverifikat jekk dan ikunx biżżejjed jew jekk ikunx hemm bżonn ta' riżervi ta' likwidità bħala kollateral. L-uffiċċji nazzjonali għall-ġestjoni tad-dejn bħalissa huma parti mill-istituzzjonijiet fiskali nazzjonali, u huma appoġġjati mill-awtorità tal-gvernijiet biex jiġbru t-taxxi. Għal uffiċċju tal-ġestjoni tad-dejn fil-livell sopranazzjonali, ma jkunx hemm kollegament dirett bħal dan mad-dħul mit-taxxa, li jista' jnaqqas l-aċċettazzjoni tas-suq ta' strumenti tad-dejn li jkunu se jinħarġu.

Anki bil-Bonds ta' Stabbiltà, ser ikun hemm bżonn l-immaniġġjar tal-likwidità min-naħa tal-Istati Membri. Jista' fil-prattika jkun kważi impossibbli li l-ħruġ ta' bonds jiġi ddisinjat b' tali mod li jipprovdi qbil perfett mal-flussi tal-pagament tal-Istati Membri. Għalhekk, ikun hemm il-ħtieġa li l-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà jiġi ssupplimentat minn immaniġġjar tal-likwidità minn jum għall-ieħor, u dan jista' jitħalla f'idejn l-awtoritajiet nazzjonali. Għażla waħda tkun li l-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbilità jkun jiffoka fuq ħtiġijiet ta' finanzjament fuq terminu medju u l-awtoritajiet nazzjonali jimmaniġġjaw il-profili tal-ħlasijiet tagħhom permezz ta' depożiti fuq żmien qasir jew self jew kambjali, . Irrispettivament mis-sitwazzjoni organizzattiva, ikollhom jiġu żviluppati proċeduri li jikkordinaw l-pjani ta' finanzjament tal-Istati Membri individwali, bil-għan li jiġu żviluppati kwistjonijiet ta' referenza u biex jibnu kurva ta' referenza għar-rendimenti.

4.1.2. Ir-relazzjoni mal-MES

It-twaqqif ta' aġent għall-ħruġ konġunt tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-Istati Membri fiż-żona tal-euro jista' jeħtieġ kjarifika tad-diviżjoni tal-kompiti mal-Mekkaniżmu ta' Stabbiltà Ewropew. Fil-prinċipju, jistgħu jiġu adottati żewġ opinjonijiet ewlenin : Il-MES jista' jitqies bħala materjalment superfluwu, minħabba li l-ħruġ konġunt, flimkien ma' regoli msaħħa ta' sorveljanza fiskali, jista' jassumi r-rwol tal-organizzazzjoni tal-finanzjament ordinarju lill-gvernijiet tal-Istati Membri kif ukoll il-finanzjament addizzjonali eċċezzjonali f' każ ta' diffikultajiet serji ta' Stat Membru. Madankollu, it-taħlit tar-rwoli tal-ġestjoni tad-dejn

[28] Fi tranżizzjoni jista' jkun hemm aġenzija COM b'persunal COM u persunal nazzjonali temporanju DMO li aktar tard tkun tista tiġi ttrasformat f' DMO jekk meħtieġ.

u tal-finanzjament ta' emerġenza jista' ma jkunx l-aħjar soluzzjoni u jwassal għal konfużjoni tar-rwoli, tidgħjif tal-inċentivi u tal-governanza u istituzzjoni unika tal-finanzjament li tkun kumplessa wisq. Għal din ir-raġuni, il-MES jista' jibqa' emittent separat tad-dejn għall-iskop tal-organizzazzjoni u l-ilħiq tal-ħtiġijiet finanzjarji eċċezzjonali.

L-għażla tal-interazzjoni mal-MES tkun tiddependi mill-alternattiva rispettiva għall-Bonds ta' Stabbiltà. Il-MES jista' jiġi kkunsidrata pjuttost żejjed fil-każ ta'l-Approċċ Nru 1 għall-Bonds ta' Stabbiltà. Taħt dan l-approċċ, li jipprevedi kopertura kważi sħiħa tal-ħtiġijiet ta' finanzjament mill-Istati Membri, anki ħtiġijiet għall-finanzjament addizzjonali eċċezzjonali jistgħu jiġu pprovduti. Is-sitwazzjoni tidher ħafna inqas ċara fil-każ tal-Approċċi Nri 2 u 3, li taħthom l-Istati Membri jkomplu joħorġu bonds nazzjonali b'mod parallel mal-ħruġ konġunt tal-Bonds ta' Stabbiltà. Wieħed jista' anki jikkontempla l-użu tal-qafas tal-MES għall-ewwel passi lejn il-Bonds ta' Stabbiltà. Billi l-MES se jkun ibbażat fuq garanziji in solidum mill-Istati Membri, l-introduzzjoni gradwali tal-Bonds ta' Stabbiltà bbażata fuq garanzija proporzjonali, jiġifieri bbażata fuq l-Approċċ Nru 3, tista' tiġi koperta mill-finanzjament u l-ħruġ tal-MES li kieku jmur lil hinn mir-rwol attwali tal-għoti ta' għajnuna finanzjarja eċċezzjonali. Fil-prinċipju, garanziji in solidum istgħu jiġu applikati lill-MES fi stadju aktar tard.

4.1.3. Ir-reġim legali li jirregola l-ħruġ

Għandu wkoll jitqies ir-reġim legali xieraq li taħtu jinħarġu l-Bonds ta' Stabbiltà. Bħalissa, il-bonds tal-gvern jinħarġu taħt il-liġi domestika. Għal ħruġ ta' bonds internazzjonali, tintuża l-liġi Ingliża jew, jekk hemm is-suq tal-Istati Uniti fil-mira, sikwit tintuża l-liġi ta' New York. Ma teżistix liġi ekwivalenti tal-UE, li taħtha jistgħu jinħarġu l-Bonds ta' Stabbiltà. Għalkemm hija prattika komuni li wieħed jimxi mal-liġi barranija għall-ħruġ ta' bonds internazzjonali, jista' jkun hemm problema jekk id-dejn tal-gvern kien kollu kopert mil-liġi tar-Renju Unit jew tal-Istati Uniti, minħabba li l-approċċ Anglo-Sassonu għall-ġurisprudenza huwa differenti mis-sistema legali f'ħafna Stati Membri. Ikun jeħtieġ ukoll li jintlaħaq qbil dwar il-qorti rilevanti..

4.1.4. Dokumentazzjoni u konvenzjonijiet tas-suq

Tkunu meħtieġa deċiżjoni dwar l-għażliet tal-finanzjament, il-karatteristiċi tas-sigurtà u l-konvenzjonijiet tas-suq. Għal emittent stabbilit, l-għażla ppreferita għall-ħruġ tkun l-irkanti. Is-sindakazzjoni għandha l-vantaġġ li l-industrija finanzjarja hija involuta fil-kummerċjalizzjoni tal-istrumenti u l-ipprezzar ta' garanzija huwa aktar prevedibbli. Barra minn hekk, jistgħu jitqiegħdu ammonti tipikament akbar permezz tas-sindakazzjoni billi tilħaq ukoll lill-investituri finali. Barra minn hekk, diversi karatteristiċi tas-sigurtà u l-konvenzjonijiet tas-suq jkunu jeħtieġu li jiġu determinati. L-aktar importanti minn dawn huma indirizzati fl-Anness 4.

4.1.5. Kwistjonijiet ta' kontabilità

Kwistjoni addizzjonali li teħtieġ aktar kjarifika hija t-trattament tal-Bonds ta' Stabbiltà taħt regoli nazzjonali tal-kontabbiltà. B'mod partikolari, trid tiġi esplorata l-kwistjoni ta' kif il-proporzjonijiet tad-dejn mal-PGD nazzjonali se jkunu affetwati mill-Bonds ta' Stabbiltà taħt l-istrutturi differenti ta' garanzija. Kwistjoni importanti għall-konsiderazzjoni se tkun in-natura ta' kull entità emittenti ġdida.

5. KONKLUŻJONIJIET U T-TRIQ 'IL QUDDIEM

Il-ħruġ konġunt ta' Bonds ta' Stabbiltà mill-Istati Membri taż-żona euro għandu benefiċċji potenzjali sinifikanti. Dawn jinkludu l-approfondiment tas-suq intern u t-tkabbir tal-effiċjenza tas-swieq kapitali, iż-żieda tal-istabbilità u r-reżistenza għax-xokkijiet tas-settur finanzjarju u tal-finanzjament tal-gvern, it-tkabbir tal-attrattività tas-swieq finanzjarji taż-żona tal-euro u tal-euro fuq il-livell globali, u t-tnaqqis tal-impatt tal-pessimiżmu eċċessiv tas-suq dwar l-ispejjeż tas-self sovran.

Madankollu, l-introduzzjoni tal-Bonds ta' Stabbiltà hija assoċjata wkoll ma' sfidi sinifikanti. Dawn iridu jkunu indirizzati b'mod konvenċenti jekk il-benefiċċji sejrin jintraddu bis-sħiħ u l-effetti detrimentali potenzjali jiġu evitati. Partikolarment, ikunu meħtieġa qafas suffiċjentement b'saħħtu għad-dixxiplina baġitarja u l-kompetittività ekonomika fil-livell nazzjonali u kontroll aktar intrużiv tal-politiki baġitarji nazzjonali mill-UE, l-aktar għal alternattivi b'garanziji in solidum biex jiġi limitat il-periklu morali fost l-Istati Membri taż-żona tal-euro, tintrifed il-kwalità tal-kreditu tal- Bond ta' Stabbiltà u tiġi assigurata ċ-ċertezza legali.

Il-bosta għażliet għall-ħruġ konġunt ta' Bonds ta' Stabbiltà jistgħu jiġu kkategorizzati fi tliet approċċi wiesgħa. Dawn l-approċċi jimplikaw is-sostituzzjoni sħiħa tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-ħruġ nazzjonali taħt garanziji in solidum, sostituzzjoni parzjali tal-ħruġ tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-ħruġ nazzjonali taħt garanziji simili u s-sostituzzjoni parzjali tal-Bonds ta' Stabbiltà għall-ħruġ nazzjonali taħt garanziji proporzjonali. Dawn l-għażliet jippreżentaw korrelazzjonijiet differenti bejn il-benefiċċji mistennija u l-prekondizzjonijiet li għandhom jiġu sodisfatti.

Partikolarment minħabba gradi differenti ta' bidliet meħtieġa fit-Trattat tal-UE (TFUE), id-diversi għażliet jitolbu gradi differenti ta' żmien ta' implimentazzjoni. L-approċċ Nru 1, li huwa l-aktar wieħed b'implikazzjonijiet wesgħin, jidher li jeħtieġ l-aktar bidliet fit-Trattat u tħejjijiet amministrattivi estensivi, kemm minħabba l-introduzzjoni ta' bonds komuni bħala tali kif ukoll it-tisħiħ parallel tal-governanza ekonomika. L-Approċċ Nru 2 ukoll ikun jeħtieġ żmien preparatorju konsiderevoli. Min-naħa l-oħra, l-Approċċ Nru 3 jidher fattibbli mingħajr bidliet kbar lit-Trattat u allura inqas dewmien fl-implimentazzjoni tiegħu.

Is-suġġerimenti u s-sejbiet f'dan id-dokument għadhom ta' natura sperimentali u l-lista tal-kwistjonijiet li għandhom jitqiesu mhijiex neċessarjament eżawrjenti. Barra minn hekk, ħafna mill-benefiċċji u l-isfidi potenzjali huma ppreżentati biss f'termini kwalitattivi. Kwantifikazzjoni dettaljata ta' dawn id-diversi aspetti tkun intrinsikament diffiċli u/jew se tieħtieġ aktar analiżi u kontribut minn diversi naħat. F'bosta każi wkoll, il-problemi li għandhom jiġu solvuti jew id-deċiżjonijiet li għandhom jittieħdu huma identifikati iżda mhux solvuti.

Sabiex isir progress fuq din il-kwistjoni, huma indispensabbli aktar xogħol analitiku u konsultazzjoni. Bosti mill-kunċetti ewlenin, l-għanijiet u l-benefiċċji possibbli, ir-rekwiżiti u l-isfidi għall-implimentazzjoni jistħoqqilhom konsiderazzjoni u analiżi aktar dettaljata. Il-fehmiet tal-partijiet interessati ewlenin f'dan ir-rigward huma essenzjali. Partikolarment, għandhom jiġu adegwatament ikkonsultati l-Istati Membri, l-operaturi tas-swieq finanzjarji, l-assoċjazzjonijiet tal-industrija tas-swieq finanzjarji, l-akkademiċi, fi ħdan l-UE u lil hinn minnha, u l-pubbliku ġenerali. Ir-riżultati ta' din il-konsultazzjoni għandhom jiġu riflessi fis-segwitu ulterjuri għat-tnedija potenzjali tal-Bonds ta' Stabbiltà.

Skont dan, il-Kummissjoni ddeċidiet li tvara konsultazzjoni wiesgħa[29] dwar din il-Green paper li se tagħlaq fit-[8 ta' Jannar 2012][30]. Il-Kummissjoni se tfittex li tisma' l-fehmiet tal-partijiet ewlenin kollha u l-pariri tal-istituzzjonijiet l-oħra. Il-Kummissjoni, abbażi ta' dan ir-ripsons, tagħti l-fehmiet tagħha dwar it-triq 'il quddiem sa [nofs Frar 2012].

29 Ir-rispons jista' jingħata bil-mezzi normali kollha, inkluż indirizz elettroniku apposta. ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu; (sit elettroniku: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

30 Sabiex ikun hemm segwitu f'waqtu, tidher ġustifikata d-devjazzjoni mill-perjodu normali ta' konsultazzjoni ta' tmien ġimgħat minħabba li l-kunċett tal-Bonds ta' Stabbiltà/Eurobonds ġa ġie diskuss fil-wisa' għal żmien konsiderevoli.

Anness 1: Ċifri bażiċi dwar is-swieq tal-bonds tal-gvern

Stat Membru	Dejn tal-amministrazzjoni pubblika			Dejn tal-gvern ċentrali	Rendiment tal-bonds tal-gvern	Firxa tal-iswap ta' inadempjenza tal-kreditu (CDS)	Klassifikazjoni tal-kreditu
	EUR biljun, tmiem l-2010	% tal-PGD, tmiem l-2010	% taż-żona euro, tmiem l-2010	% tal-PGD, tmiem l-2010	% p.a., 10 snin, 8/11/2011	Punti bażi p.a.; kuntratti ta' 5 snin, 8/11/2011	Standard & Poor's, 8/11/2011
Il-Belġju	340.7	96.2	4.4	87.7	4.3	292.9	AA+
Il-Ġermanja	2061.8	83.2	26.4	53.2	1.8	89.3	AAA
L-Estonja	1.0	6.7	0.0	3.3	m.a.	m.a.	AA-
Il-Greċja	329.4	144.9	4.2	155.6	27.8	m.a.	CC
Spanja	641.8	61	8.2	52.3	5.6	400.1	AA-
Franza	1591.2	82.3	20.3	67.8	3.1	183.8	AAA
L-Irlanda	148.0	94.9	1.9	94.3	8.0	729.7	BBB +
L-Italja	1842.8	118.4	23.6	111.7	6.8	520.7	A
Ċipru	10.7	61.5	0.1	102.6	10.1	m.a.	BBB-
Il-Lussemburgu	7.7	19.1	0.1	17.4	m.a.	m.a.	AAA
Malta	4.3	69	0.1	68.9	m.a.	m.a.	A
L-Olanda	369.9	62.9	4.7	57.3	2.2	99.6	AAA
L-Awstrija	205.6	71.8	2.6	66.2	3.0	159.9	AAA
Il-Portugall	161.3	93.3	2.1	91.2	11.6	1050.9	BBB-
Is-Slovenja	13.7	38.8	0.2	37.3	6.0	304.25	AA-
Is-Slovakkja	27.0	41	0.3	40.1	4.0	221.2	A+
Il-Finlandja	87.0	48.3	1.1	43.9	2.3	60.63	AAA
Iż-żona tal-euro	7822.4	85.4	100	71.6	m.a.	m.a.	m.a.
p.i.: L-ISTATI UNITI TAL-AMERIKA	*10258*	*94.4*			*2.08*	*47.5*	*AA +*

Sors: Eurostat, IMF, S & P, Bloomberg

Anness 2: Sinteżi tal-letteratura dwar il-Bonds ta' Stabbiltà

Akkademiċi, analisti finanzjarji u dawk li jfasslu l-politika ppubblikaw bosta kitbiet dwar l-idea tal-Eurobonds (Bonds ta' Stabbiltà). Dan l-Anness jiġbor fil-qosor il-kontribuzzjonijiet ippubblikati s'issa, billi jgħaqqadhom skont il-karatteristiċi bażiċi tal-proposti.

– *Il-kwalità tal-kreditu u l-istruttura tal-garanzija:* Ħafna milli-awturi jenfasizzaw l-importanza tal-istaus ta' rifuġju li għandu jkollhom Eurobonds u li għandu jkun rifless mill-klassifikazzjoni. L-ogħla kwalità tal-kreditu trid tkun assiguarata l-aktar permezz tal-istruttura tal-garanzija u/jew l-istatus tal-privileġġ. Mil-letteratura joħorġu żewġ tipi ta' garanzija bażika li għandhom jiġu inkorporati fil-Eurobonds: (i) in solidum (Jones, Delpla u von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero u Missale, J.P. Morgan) fejn kull pajjiż kull sena jiggarantixxi l-ħruġ kollu tal-Eurobonds u (ii) pro-rata (Juncker u Tremonti, De Grauwe u Moesen, BBVA) fejn pajjiż jiggarantixxi biss sehem fiss tal-ħruġ. Favero u Missale jenfasizzaw li Eurobond appoġġat minn garanziji in solidum jistgħu jnaqqsu l-esponiment għat- trażmissjoni tal-kriżi u l-kontaġju. Min-naħa l-oħra, l-awturi li jappoġġaw il-garanzija pro-rata jargumentaw li dan inaqqas il-periklu morali. Capaldi jgħaqqad garanzija pro-rata ma' titjibiet tal-kreditu (riżervi ta' likwidità, garanziji żejda, kapital, eċċ) biex jiżguraw l-ogħla klassifikazzjoni tal-kreditu. Delpla u Weizsäcker, Barclays Capital, Dübel jipproponu li il-kwalità tal-kreditu tal-Eurobonds tiġi żgurata billi jagħmluhom superjuri għall-bonds nazzjonali, bl-argument li anke fil-każ estrem ta' inadempjenza sovrana, il-valur tal-irkupru ikun għoli biżżejjed biex iservi bis-sħiħ lill-bonds privileġġjati. Dübel jippreżenta l-approċċ ftit differenti tal-assigurazzjoni parzjali ta' bonds (privileġġjati) sovrani mill-MES.

– *Il-periklu morali:* Il-periklu morali minħabba inċentivi aktar dgħajfa għad-dixxiplina fiskali huwa l-argument ewlieni użat kontra l-Bonds ta' Stabbiltà u l-aktar kwistjoni diskussa fil-proposti kollha (partikolarment minn Issing). Xi awturi jipproponu limiti fuq il-volum ta' Eurobonds maħruġ f'isem l-Istati Membri, ta'spiss wara limitu ta' dejn massimu ta'60% kif definit fil-PST. Kwalunkwe ħtieġa ta' self addizzjonali għandha tiġi ffinanzjata minn bonds nazzjonali. Din l-idea tiġi esplorata fil-kunċett tal-bonds il-Blu minn Delpla u von Weizsäcker, li jissuġġerixxi qsim tal-ħruġ bejn il-bonds il-Blu, jiġifieri likwidi ferm u sikuri (garantiti in solidum minn pajjiżi parteċipanti), bonds bi status privileġġjat, u bonds Ħomor - purament nazzjonali bi status subordinat. L-ipprezzar tal-bonds ħomor joħloq inċentivi għal gvernijiet biex iżommu l-baġit taħt kontroll. B'mod simili, Jones u Barclays Capital jipproponu limiti sew fuq id-dejn sew fuq l-iżbilanċi li għandhom jippermettu tnaqqis gradwali tal-proporzjonijiet tad-dejn mal-PGD. Minbarra l-limitazzjoni tal-ħruġ tal-Eurobonds, Favero u Missale jipproponu li jiġi indirizzat il-periklu morali permezz ta' skema ta' kumpens ibbażata fuq l-indiċjar tal-imgħaxijiet imħallsa minn kull Stat Membru (bħala funzjoni tal-primjum tar-riskju tal-kreditu jew il-parametri fiskali tiegħu). Boonstra, De Grauwe u Moesen, BBVA u Natixis jipproponu diversi tipi ta' sistemi ta' bonus/penalità skont eż. il-kapaċità ta' Stati Membri differenti li jnaqqsu l-iżbilanċ u d-dejn tal-amministrazzjoni pubblika tagħhom.

– L-awturi kollha jaqblu li t-titjib tad-dixxiplina fiskali għandu jkun il-bażi ta' kull proġett tal-Eurobonds, indipendentement milll-ambitu jew l-istruttura tal-garanzija. Apparti mill-ħruġ 'aħmar'/nazzjonali, Favero u Missale jissuġġerixxu li jirrestriġu l-parteċipazzjoni lill-Istati Membri bl-ogħla klassifikazzjoni tal-kreditu jew li joħorġu biss tip ta'strument b'maturità qasira u riskju baxx bħall-bonds tat-Teżor. Barclays, BBVA, Delpla u von Weizsäcker, Eijffinger, Becker u Issing jipprevedu l-istabbiliment ta' entitajiet fiskali indipendenti tal-awditjar u entitajiet speċjali għaż-żona tal-euro li jikkoordinaw il-politiki

fiskali u ekonomiċi. Bis-sistema sofistikata ta' Delpla u Weizsäcker, kunsill indipendenti għall-istabbiltà jipproponi l-allokazzjoni annwali. Din l-allokazzjoni sussegwentement tiġi approvata mill-parlamenti nazzjonali tal-Istati Membri parteċipanti, li jkollhom l-awtorità baġitarja aħħari meħtieġa sabiex joħorġu l-garanziji reċiproki tal-Eurobond (Blu). Kwalunkwe pajjiż li jivvota kontra l-allokazzjoni proposta b'hekk jiddeċiedi li la joħroġ Eurobonds (blu) fis-sena d-dieħla u lanqas li jiggarantixxi kwalunkwe bonds Blu. Ta' dik is-sena partikolari. Boonstra jipproponi li l-pajjiżi li jiksru r-regoli għandhom immedjatament jiġu severament ikkastigati, eż. billi jitilfu l-fondi mill-baġit tal-UE u jitlfu l-influwenza politika tad-dritt tal-vot fil-korpi tal-BĊE.

– *Aspetti prattiċi tal-ħruġ:* Ħafna awturi jipproponu li tiġi stabbilita aġenzija konġunta tad-dejn li tikkoordina l-ħruġ u tamministra d-dejn. Fit-tip ta' proposti Blu-Ħomor, il-ħruġ tal-parti nazzjonali tad-dejn jibqa' f'idejn it-Teżori nazzjonali.

– *L-ambitu tal-pajjiżi parteċipanti:* Becker jelenka l-alternattivi għall-parteċipazzjoni fl-Eurobond. Dawk jistgħu jkunu: (i) bonds komuni maħruġa mill-pajjiżi bl-istess klassifikazzjoni; (ii) bonds konġunti fuq bażi ad hoc simili għall-bonds konġunti maħruġa minn xi stati federali Ġermaniżi; (iii) parteċipazzjoni f'bond komuni tal-gvern biss meta l-pajjiżi tal-UEM jikkwalifikaw permezz ta' konsolidazzjoni fiskali solidi, fiż-żminijiet ta' espansjoni jew (iv) il-Ġermanja u Franza jippromwovu strument likwidu wieħed b'terminu qasir jew suq Ewropew konġunt għall-bonds tat-teżor biss .

Anness 3: Ħarsa ġenerali lejn l-istrumenti eżistenti relatati

1. L-Unjoni Ewropea

Il-Kummissjoni Ewropea, f'isem l-Unjoni Ewropea, fil-preżent topera tliet programmi taħt liema tista' tagħti self billi toħroġ strumenti ta' dejn fis-swieq tal-kapital, normalment fuq bażi ' back-to-back'. Il-faċilitajiet kollha jipprovdu self sovran. L-UE għandha s-setgħa mit-Trattat dwar il-Funzjonament tal-UE tadotta programmi ta' self u garanzija li jimmobilizzaw ir-riżorsi finanzjarji biex twettaq il-mandat tagħha.

– Taħt *il-programm tal-bilanċ tal-pagamenti* l-UE tipprovdi għajnuna finanzjarja lill-Istati Membri li mhumiex fiż-żona tal-euro li huma serjament mhedda b'diffikultajiet tal-bilanċ tal-ħlasijiet (BOP) (Art. 143 TFUE).

– Taħt il-programm tal-EFSM, il-Kummissjoni Ewropea awtorizzata tikkuntratta self f'isem l-UE bil-għan li tiffinanzja self għall-finanzjament magħmul taħt il-Mekkaniżmu Ewropew ta' Stabbilizzazzjoni Finanzjarja (ir-Regolament tal-Kunsill Nru 407/2010 tal-11 ta'Mejju 2010). Minn Diċembru 2010, inqablu programmi ta' appoġġ għall-Irlanda u l-Portugall għal EUR 22.5 biljun u EUR 26 biljun, rispettivament.

– Il-*programm tal-assitenza makrofinanzjarja* qed jipprovdi self lil pajjiżi barra l-Unjoni Ewropea. L-assistenza makrofinanzjarja (MFA) hija strument finanzjarju ta' appoġġ għall-bilanċ tal-pagamenti li pajjiżi terzi msieħba li mhuwiex marbut u mhux finalizzat (Art. 212 u 213 TFUE). Jieħu l-forma ta' self jew għotjiet fuq terminu medju/fit-tul, jew taħlita ta' dawn, u jikkumplimenta finanzjament ipprovdut fil-kuntest ta' programm ta' riforma tal-Fond Monetarju Internazzjonali[31].

Il-Klassifikazzjoni tal-Kreditu

Il-klassifikazzjoni AAA tal-UE hija riflessjoni ta' diversi fatturi. Is-self huwa obbligazzjoni diretta u inkondizzjonata tal-UE u huwa ggarantit mill-Istati Membri kollha tal-UE. Ir-riżorsi tal-baġit huma derivati kważi kompletament minn dħul imħallas mill-Istati Membri indipendentement mill-parlamenti nazzjonali, inklużi t-tariffi u d-dazji fuq l-importazzjonijiet fl-UE u l-levies fuq id-dħul mill-VAT u d-dħul nazzjonali gross ta' kull Stat Membru . Fuq din il-bażi, bonds maħruġa mill-UE huma ppeżati b'riskju żero u jistgħu jintużaw bħala kollaterali mal-BĊE.

Għas-self kollu, l-investituri huma fl-aħħar mill-aħħar esposti għar-riskju tal-kreditu tal-UE, mhux dak tal-benefiċjarji tas-self iffinanzjat. Jekk pajjiż benefiċjarju ikun inadempjenti, il-ħlas se jsir mill-baġit tal-UE (EUR 127 biljun fl-2011). L-Istati Membri tal-UE huma legalment obbligati mit-Trattat tal-UE jipprovdu fondi biex jissodisfaw l-obbligi kollha tal-UE .

Karatteristiċi ewlenin tal-ħruġ tal-UE

L-UE s'issa ħarġet bonds b'dimensjonijiet ta' riferiment taħt il-programm Euro Medium Term Note programme (EMTN), li żdied għal EUR 80 biljun biex iqis il-ħruġ taħt l-EFSM. Il-ħruġ ta' riferiment reġa nbeda fi tmiem l-2008, misjuq mill-kriżi.

[31] Għal aktar tagħrif, ara: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

Bl-attivazzjoni tal-EFSM għall-Irlanda u l-Portugall, l-UE saret tal-emittent ta' riferiment frekwenti. Il-pjan ta' self totali għall-EFSM għall-2011 jammonta għal madwar EUR 28 biljun (EUR 13.9 biljun għal-Irlanda, EUR 14.1 biljun għall-Portugall; taħt il-BoP u l-MFA: madwar EUR 2 biljuni) Il-finanzjament huwa fdenominat esklussivament f'euro.

Billi l-għajnuna tal-UE hija ta' terminu medju fiha nfisha, il-medda tal-maturità hijaa normalment ta' 5 sa 10 snin, iżda tista' tiġi estiża għal firxa minn 3 sa 15 jew okkażjonalment 30 sena.

Is-self "back to back" tal-fondi mislufa jiżgura li l-baġit tal-UE ma jassumix ebda riksju tar-rata tal-imgħax jew tal-kambju. Minkejja l-metodoloġija back-to-back, is-servizz tad-dejn tal-bond huwa l-obbligu tal-Unjoni Ewropea li se tiżguraw li l-ħlasijiet tal-bonds kollha jsiru fil-ħin.

Bħala mutwatarju ta' riferiment frekwenti, l-UE tixtieq tibni, fi ħdan il-parametri msemmija fuq, kurva ta' rendimenti likwida. L-UE tikkommetti lill-banek li qegħdin fuq quddiem biex joħolqu suq sekondarju attiv, li jikkwota f'kull ħin prezzijiet tal-bejgħ u tax-xiri u jara li dawn l-impenji jiġu oservati.

Id-determinazzjoni tal-finanzjament tal-UE

Is-self tal-UE huwa ffinanzjat eskluživament minn fondi miġbura fuq is-swieq kapitali u mhux mingħand l-Istati Membri oħra u lanqas mill-baġit.

Il-fondi miġbura fil-prinċipju jissellfu back-to-back lill-pajjiż benefiċjarju, jiġifieri bl-istess ċedola, maturità u ammont. Dan il-prinċipju back-to-back jimponi limitazzjonijiet fuq il-ħruġ tal-UE, jiġifieri l-karatteristiċi tal-istrumenti finanzjarji maħruġa huma ddefiniti mit-tranżazzjoni tas-self, u dan jimplika li mhuwiex possibbli tiffinanzja maturità jew ammont differenti mis-self.

Id-Deċiżjoni tal-Kunsill tiddetermina l-ammont globali tal-programm tal-pajjiż, il-pagamenti u l-maturità medja massima tal-pakkett tas-self. Sussegwentement, il-Kummissjoni u l-pajjiż benefiċjarju għandhom jiftiehmu dwar self/finanzjament tal-parametri, ir-rati u l-partijiet (tranches) tiegħu. Barra dan, il-pagamenti kollha tas-self minbarra l-ewwel wieħed jiddependu mill-osservanza ma' kundizzjonijiet varji tal-politika simili għal dawk tal-pakketti ta' IMF, li huwa fattur ieħor li jinfluwenza ż-żmien tal-finanzjament. Dan jimplika li ż-żmien u l-maturitajiet tal-ħruġ huma dipendenti fuq l-attività self tal-UE relatati.

Il-proċess tal-EFSM

(4) Stat Membru li huwa mhedded minn xkiel ekonomiku jew finanzjarja gravi kkawżat minn ġrajjiet eċċezzjonali lil hinn mill-kontroll tiegħu jista' titlob l-appoġġ mill-UE taħt l-EFSM.

(5) Il-Kunsill tal-UE jista' jiddeċiedi b'vot ta' maġġoranza kkwalifikata, fuq rakkomandazzjoni mill-Kummissjoni Ewropea.

(6) L-Istat Membru jinnegozja programm ta' aġġustament ekonomiku mal-Kummissjoni Ewropea, flimkien mal-FMI u l-BĊE.

(7) L-Istat Membru benefiċjarju jinnegozja mal-Kummissjoni Ewropea d-dettalji ta' Memorandum ta' Qbil (MtQ) u ftehim ta' self u jiddeċiedi dwar l-implimentazzjoni.

(8) Wara l-iffirmar tal-MtQ u l-Ftehim ta' Self, u talba għall-iżborż mill-awtoritajiet nazzjonali, il-fondi jinġabru mis-swieq kapitali internazzjonali u l-ewwel tranche tiġi rrilaxxata. Porzjonijiet sussegwenti tas-self jiġu rrilaxxati ladarba l-Kunsill tal-UE jkun ivvaluta l-osservanza tal-Istat Membru tal-kundizzjonalità tal-programm.

2. Il-Faċilità Ewropea ta' Stabbiltà Finanzjarja (EFSF)

Il-Faċilità Ewropea ta' Stabbiltà Finanzjarja (l-EFSF 1.0) inħolqot mill-Istati Membri taż-żona tal-euro (SM ŻE) wara d-deċiżjoni meħuda fid-9 ta' Mejju 2010 mill-Kunsill ECOFIN. L-EFSF 1.0 twaqqfet bħala kumpanija rreġistrata l-Lussemburgu. L-għan ewlieni tal-EFSF huwa li tingħata assistenza finanzjarja lill-Istati Membri taż-żona tal-euro. Bħala parti minn pakkett ta' għajnuna globali ta' EUR 750 biljun, l-EFSF rċeviet garanziji mill-Istati Membri taż-żona tal-euro li jammontaw għal EUR 440 biljun għas-self tal-fondi mislufa lill-iSM taż-żona tal-euro li qegħdin f'diffikultà, suġġett għall-kundizzjonalità fil-kuntest ta' programm ta' aġġustament ekonomiku tal-UE/tal-IMF.

Kapaċità tas-self

Taħt l-EFSF 1.0 il-kapaċità effettiva tas-self tal-EFSF hija limitata għal EUR 255 biljun sabiex tkun ippreservata l-klassifikazzjoni AAA tal-bonds tal-EFSF (ara taħt).

Il-Klassifikazzjoni tal-Kreditu

L-EFSF 1.0 ġiet ikklassifikata AAA mill-aġenziji tal-klassifikazzjoni tal-kreditu. Madankollu, taħt il-itehim inizjali (l-EFSF 1.0), dan ġie a skapitu ta' kapaċità mnaqqsa ta' self, billi kull self EFSF self irid jiġi kopert minn i) garanziji minn sovrani kklassifikati AAA; ii) ammont ta' flus daqs il-porzjon rilevanti ta' riżerva kontanti tal-EFSF; u iii) u riżerva ta' kontanti speċifika għas-self. Il-klassifikazzjoni AAA hija essenzjalment ibbażata fuq dawn l-erba'elementi:

(9) *Mekkaniżmu ta' garanzija:* Il-ftehim ta' garanzija bejn l-Istati Membri taż-żona tal-euro jirrikjedihom joħorġu garanzija irrevokabbli u inkondizzjonata għall-pagamenti skedati tal-mgħax u l-kapital dovuti fuq l-istrumenti tal-finanzjament maħruġa milll-EFSF. Barra minn hekk, il-garanzija tkopri sa 120% tas-sehem tal-obbligi EFSF (kapital u imgħax) ta' kull Stat Membru taż-żona tal-euro, li madankollu hija limitata għall-Impenji tal-Garanzija rispettivi kif stipulat fl-Anness 1 tal-Ftehim Kwadru tal-EFSF Kwalunkwe nuqqas minħabba dan il-limitu se jiġi koperti mir-riservi tal-kontanti u u tal-likwidità.

(10) *Riżerva ta' flus kontanti:* Fondi ddistribwiti lil min jissellef se jkunu netti minn tariffa bil-quddiem għas-servizz, li tiġi kkalkulata bħala 50 bps fuq l-ammont prinċipali aggregat ta' kull self u l-valur nett preżenti tal-marġini tar-rata tal-imgħax li jiġi dovut minn fuq kull self bir-rata kuntrattwali sad-data skedata tal-maturità.

(11) *Riżerva ta' likwdità speċifika għas-self:* Kull darba li jingħata self lil Stat Membru, l-EFSF trid tistabbilixxi riżerva ta' likwdità speċifika għs-self, f'daqs tali li kull self EFSF ikun kopert għal kollox minn garanzija AAA u ammont ta' kontant ugwali għall-porzjoni rilevanti tar-riżerva ta' kontanti tal-EFSF flimkien ma' din ir-riżerva ta' likwdità speċifika għas-self.

(12) *Appoġġ addizzjonali potenzjali:* Taħt il-Ftehim Kwadru tal-EFSF, id-daqs tal-programm tal-EFSF jista' jiġi mmodifikat permezz ta'approvazzjoni unanima mill-garanti. Madankollu, il-kapaċità tal-EFSF ma tistax tiżdied b'mod indefinit, billi din

tista' tiddeterjora l-pożizzjoni tal-kreditu tas-sovrani-AAA garanti. Jekk kwalunkwe minn dawn jitlef il-klassifikazzjoni AAA tiegħu, il-kapaċità tal-EFSF tonqos bl-ammont tal-garanzija pprovdut minn dak il-pajjiż.

Bonds maħruġa mill-EFSF huma ppeżati b'riskju żero u jistgħu jintużaw għar-rifinanzjament mal-BĊE. Il-klassifikazzjoni tal-kreditu tal-EFSF tista' tiġi affettwata negattivament minn detorjorament potenzjali fl-affidabbiltà kreditizja tal-Istati Membri taż-żona tal-euro, speċjalment il-garanti kklassifikati AAA. Billi l-EFSF hija ggarantita in solidum, tniżżil wieħed fil-klassifikazzjoni ta' sovran AAA garanti jista' jniżżel il-klassifikazzjoni AAA tal-EFSF, jekk ma jkunx hemm implimentati titjibiet ulterjuri fil-kreditu.

Kundizzjonalità

Kwalunkwe assistenza finanzjarja mill-EFSF marbuta mal-eżistenza ta' programm ta' aġġustament ekonomiku inkluż kundizzjonalità politika stretta kif stabbilit f'Memorandum ta' Qbil (MtQ). Il-Kummissjoni tinnegozja mal-pajjiż benefiċjarji l-MtQ flimkien mal-BĊE u l-FMI.

Teħid ta' deċiżjonijiet

Id-deċiżjonijiet għall-għoti ta' fondi taħt l-EFSF huma meħuda unanimament.

3. Il-Faċilità Ewropea ta' Stabbiltà Finanzjarja (EFSF 2.0)

Il-Ftehim Kwadru tal-EFSF ġie mmodifikat sabiex ikollu l-kapaċità ta'self sħiħa ta' EUR 440 biljun disponibbli.

Kapaċità tas-self

Taħt l-EFSF 2.0 il-kapaċità ta' self effettiva tal-EFSF hija limitata għal EUR 440 biljun sabiex tiġi ppreservata l-klassifikazzjoni AAA tal-bonds tal-EFSF (ara hawn taħt).

Il-Klassifikazzjoni tal-Kreditu

L-EFSF 2.0 rċeviet klassifikazzjoni AAA mill-aġenziji tal-klassifikazzjoni tal-kreditu. Sabiex tiżdied il-kapaċità effettiva tas-self tal-EFSF għal massimu ta' EUR 440 biljun, saret reviżjoni tal-Ftehim Kwadru tal-EFSF bil-għan li jkun hemm żieda fil-garanziji minn sovrani kklassifikati AAA effettiva għal EUR 440 bn. Essenzjalment, għalhekk, il-klassifikazzjoni AAA hija bbażata fuq element wieħed biss, il-mekkaniżmu ta' garanzija .

Dik il-ftehim ta' garanzija bejn l-Istati Membri taż-ŻE jirrikjedihom joħorġu awtorizzazzjoni garanzija irrevokabbli u inkondizzjonata għall-pagamenti skedati ta' imgħax u kapital dovuti fuq l-istrument ta' finanzjament strumenti maħruġa milll-EFSF. Barra minn hekk, il-garanzija tkopri sa 165% tas-sehem tal-obbligi EFSF (kapital u imgħax) ta' kull Stat Membru taż-żona tal-euro, li madankollu hija limitata għall-Impenji tal-Garanzija rispettivi kif stipulat fl-Anness 1 tal-Ftehim Kwadru tal-EFSF Bonds maħruġa mill-EFSF huma ppeżati b'riskju żero u jistgħu jintużaw għar-rifinanzjament mal-BĊE.

Il-klassifikazzjoni tal-kreditu tal-EFSF tista' tiġi affettwata negattivament minn detorjorament potenzjali fl-affidabbiltà kreidtizja ta' kull Stati Membru taż-żona tal-euro, speċjalment garanti kklassifikat AAA. Billi l-EFSF hija ggarantita in solidum, tniżżil wieħed fil-klassifikazzjoni ta' sovran AAA garanti jista' jniżżel il-klassifikazzjoni AAA tal-EFSF, jekk ma jkunx hemm implimentati titjibiet ulterjuri fil-kreditu.

Kundizzjonalità

Kwalunkwe assistenza finanzjarja mill-EFSF hija marbuta mal-eżistenza ta' programm ta' aġġustament ekonomiku inkluż kundizzjonalità politika stretta kif stabbilit f'Memorandum ta' Ftehim (MtQ). Il-Kummissjoni tinnegozja mal-pajjiż benefiċjarji l-MtQ flimkien mal-BĊE u l-FMI. Lil hinn minn self fi ħdan programm ta' aġġustament makroekonomiku, l-EFSF tista' wkoll tagħti linji ta' kreditu, twettaq operazzjonijiet fuq is-swieq primarji u sekondarji tal-bonds u tagħti self barra mill-programmi ta' rikapitolazzjoni ta' istituzzjonijiet finanzjarji.

Teħid ta' deċiżjonijiet

Id-deċiżjonijiet għall-għoti ta' fondi taħt l-EFSF huma meħuda unanimament.

4. Il-Mekkaniżmu Ewropew ta' Stabilità (MES)

Fl-24-25 ta' Marzu 2011, il-Kapijiet tal-Istati u l-Gvernijiet approvaw il-ħolqien tal-MES bħala mekkaniżmu permanenti għall kriżi sabiex jissalvagwardja l-euro u l-istabbiltà finanzjarja fl-Ewropa. Il-MES se jkun l-ikbar istituzzjoni finanzjarja fid-dinja, b'kapital ta' EUR 700 biljun, li minnhom EUR 80 biljun ikunu ġa kapital imħallas. Id-dħul fis-seħħ tal-MES kien inzijalment ippjanat għall-2013, imma mistenni jitressaq għal nofs l-2012.

5. Bonds konġunti tal-Länder Ġermaniżi

Segment speċjali mis-Suq tal-Bonds tal-Länder (stati) Ġermaniżi Bond Market huma l-hekk imsejħa Jumbos. Dawn huma bonds maħruġa minn grupp ta' Stati Ġermaniżi. Sa issa, inħarġu 38 Jumbos minn sindakti ta' ħames sa seba' stati, bl-eċċezzjoni ta' Jumbo partikolarment kbir tal-1997 li kien kondiviż minn għaxar stati. S 'issa, il-Jumbos kollha ġew organizzati bħala obbligazzjonijiet sempliċi u d-daqs medju tal-ħruġ huwa ftit ogħla minn EUR 1 biljun, aktar minn seba'darbiet id-daqs ta' ħruġ medju ta' Land. Il-parteċipanti fil-programm Jumbo huma l-aktar l-istati li huma żgħar skont id-daqs jew il-popolazzjoni. Il-Jumbos huma aktar likwidi mill-bonds tipiċi tal-Länder, u jiffrankaw lit-teżori statali parti mill-primjum tar-riskju tal-likwidità meta mqabbel ma' bond pjuttost żgħir ta' emittent uniku. Mill-perpsettiva tal-investituri, Jumbo jikkostitwixxi bond strutturat magħmul minn krediti separati fil-konfront tal-Istati parteċipanti skont is-sehem tagħhom fil-ħruġ konġunt. Għalhekk, l-istati huma responsabbli in solidum iżda mhux konġuntament għall-ħruġ.

Karatteristiċi tal-bonds

- Frekwenza tal-ħruġ: ġeneralment 2-3 ħarġiet fis-sena
- Maturitajiet: 5-10 snin
- Daqs: EUR 1-1.5bn
- Stat wieħed jikkoordina l-kwistjoni u jaġixxi bħala aġent ta' pagament.

Klassifikazzjoni tal-Kreditu

Il-ħruġ ġie kklassifikat AAA minn Fitch. L-isfond huwa li Fitch sa reċentament assenja klassifikazzjonijiet AAA lill-istati Ġermaniżi kollha minħabba l-Länderfinanzausgleich (dan huwa proċess ta' ekwalizzazzjoni li huwa mekkaniżmu ta' garanzija ta' solidarjetà u impliċitu bejn il-Länder u fl-aħħar mill-aħħar l-sstat federali). Dan jispjega wkoll klassifikazzjonijietspiss maqsumin bejn Fitch u l-aġenziji l-oħra. Ta' min jgħid li Fitch m'gaħndhom jikklassifikaw il-Länders Ġermaniżi kollha.

Skont Fitch, il-klassifikazzjoni AAA tirrifletti l-affidabbiltà kreditizja indiviwali tas-sebgħa Stati Federati Ġermaniżi involuti fil-ħruġ konġunt. Hija bbażata fuq mekkaniżmi ta' appoġġ qawwija li japplikaw għall-membri kollha tal-Federazzjoni Ġermaniża u l-faċiltajiet estensivi tal-likwidità li jibbenefikaw minnhom, li jiżguraw il-ħlas fil-ħin u jqarrbu l-affidabbiltà kreditizja tal-istati ma' dik tar-Repubblika Federali tal-Ġermanja. Fitch jinnota li l-mekkaniżmi ta' appoġġ jgħoddu uniformament għall-membri kollha tal-Federazzjoni Ġermaniża: il-Gvern Federali (Bund) u 16-il stat federat. Id-differenzi fil-prestazzjonijiet ekonomiċi u finanzjarji tal-istati federati huma irrilevanti, billi l-Länder kollha huma ugwalment intitolati għal appoġġ finanzjarju mill-gvern federali fil-każ ta'diffikultajiet finanzjarji. Bonds maħruġa mill-EFSF huma ppeżati b'riskju żero u jistgħu jintużaw għar-rifinanzjament mal-BĊE

Anness 4: Dokumentazzjoni u konvenzjonijiet tas-suq

Kif imsemmi fit-Taqsima 4, l-introduzzjoni ta' Bond ta' Stabbiltà tkun jeħtieġ li jiġu ddeterminati karatteristiċi varji tas-sikurezza u konvenzjonijiet tas-suq. Dawn possibbilment jinkludu:

- Il-ġurisdizzjoni tal-ħruġ ta' Bonds ta' Stabbiltà: Bonds EFSF u EU/EFSM jinħarġu taħt il-liġi Ingliża, iżda dan jista' jiltaqa' mar-reżistenza politika f'dan il-każ.

- L-istruttura tal-maturità ta' titoli: L-istrateġija tal-finanzjament tal-Bonds ta' Stabbiltà għandha tiġi ddeterminata bil-għan li i) jiġu żviluppti kwistjonijiet ta' riferiment u kurva tar-rendimenti, u ii) biex jiġu ottimizzati l-ispejjeż tal-finanzjament, billi l-ħruġ f'xi segmenti tal-kurva tar-rendimenti huwa aktar għali milli għal oħrajn. Il-ħruġ ta' bond tat-teżor flimkien maturitajiet itwal se jtejjeb il-flessibiltà tat-teżor u l-aċċess għall-finanzjament.

- Tipi ta' ċedoli (fissi, varjabbli, żero, marbuta mal-inflazzjoni): Bħala bidu u biex jiġi ffaċilitat l-iżvilupp ta' status ta' riferiment, jista' jkun preferibbli li wieħed jikkonċentr u fuq strutturi klassiċi (plain vanilla). Dan għandu wkoll jiffaċilita l-iżvilupp ta' strumenti derivattivi relatati, partikolarment l-opzjonijiet u l-futuri.

- Il-borża fejn ikunu elenkati t-titoli: Il-bonds EFSF u EU/EFSM bħalissa huma elenkati fuq il-borża tal-Lussemburgu. Għall-Bond ta' Stabbiltà din tista' tkun wisq limitata għalkemm l-elenkar fuq bosta boroż jaf ikun jinvolvi spejjeż addizzjonali.

- Konvenzjonijiet tas-saldu: Dawn il-konvenzjonijiet għandhom jiġu ffissati bil-għan li tiġi sostnuta l-attrattività tal-istrumenti, jiġifieri għal totoli b'terminu fil-qosor b' t+1 (għall-aġevolazzjoni tal-għanijiet tat-teżor għaż-żmien fil-qosor) u għal titoli b'terminu aktar fit tul b' t+3 (biex jiġi mminimizzat ir-riskju ta' nuqqas ta' saldu).

- Strateġija għall-ħolqien u ż-żaimma ta' bażi ta' investituri: Relazzjonijiet ma' investituri potenzjali ikollhom bżonn jiġu stabbiliti u jistgħu jeħtieġu deċiżjonijiet dwar jekk ikollu jiġi stabbilit grupp ta' negozjanti primarji, kif se jiġi integrat is-settur tal-bejgħ bl-imnut , eċċ.

- L-introduzzjoni tal-Klawżoli ta' Azzjoni Kollettiva, li jippermetti proċedura organizzata biex jiġu solvuti kwistjonijiet ta' solvenza fil-futur.

Referenzi

Assmann, Ch. U J. Boysen-Hogrefe (2011), Determinants of government bond spreads in the euro area: in good times as in bad, Institut für Weltwirtschaft Kiel, ħiereġ f'Empirica.

Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, A proposal to restore euro area stability, it-18 ta' Awwissu 2011

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

Becker, W., The Creation of a Common European Government Bond, Arguments Against and Alternatives, Cahier Comte Boël, No. 14, ELEC, April 2010

Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Diskors għand il-Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, Poros, it-8 ta' Lulju 2011, http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html

Boonstra, W.W. (2010), The Creation of a Common European Bond Market, *Cahier Comte Boël*, No. 14, ELEC, April 2010.

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

De Grauwe, P. u W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, Mejju/Ġunju 2009, pp.132 – 135.

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

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

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

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

Favero, C.A. u A. Missale (2010), EU Public Debt Management and Eurobonds, Chapter 4 in Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform, European Parliament, Brussels

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

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

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

Jones, E. (2010), A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard, ISPI Policy Brief, No 180, Marzu 2010

Jones, E. (2011), Framing the Eurobond, ISPI Commentary, l-1 ta' Settembru 2011

J.P. Morgan (2011), Designing and pricing the gold-plated Stability Bond, Global Fixed Income Markets Weekly, is-26 ta' Awwissu 2011

Monti, M. (2010) Strateġija Ġdida għas-Suq Uniku, Li Taqdi l-Ħtiġijiet tal-Ekonomija u tas-Soċjetà tal-Ewropa, Rapport lill-President tal-Kummissjoni Ewropea, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_mt.pdf

NATIXIS (2011), What bonus/penalty system for the Stability Bond? Flash Economics No 613, it-22 ta' Awwisu 2011

Prodi, Romano and Alberto Quadrio Curzio (2011), EuroUnionBond ecco ci che va fatto, Il Sole 24 ore, it-23 ta' Awwissu 2011

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

Schäuble, W. (2010), Schäuble on Eurobonds and fiscal union, interview with Querentin Peel, Financial Times, il-5 ta' Diċembru 2010, http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union

Juncker, J.C. and G. Tremonti (2010), Stability Bonds would end the crisis, *The Financial Times*, il-5 ta' Diċembru 2010