

RMO Eno Arto

16.01.2012
JULKINEN

Eduskunta
Suuri valiokunta

Viite

Asia

Euroopan komission vihreä kirja vakaussjoukkolainojen käyttöönoton toteutettavuudesta

U/E-tunnus:

EUTORI-numero:EU/2011/1934

Ohessa lähetetään perustuslain 97§:n mukaisesti komission 23 päivänä marraskuuta 2011 antamasta vihreästä kirjasta vakaussjoukkolainojen käyttöönoton toteutettavuudesta (KOM(2011) 818 lopullinen).

Valtiovarainministeri

Jutta Urpilainen

Finanssineuvos

Arto Eno

LIITTEET KOM(2011) 818 lopullinen
KOM(2011) 818 slutlig

Asiasanat

Hoitaa

Tiedoksi

RMO Eno Arto

20.12.2011
JULKINEN

Asia

Euroopan komission vihreä kirja vakausjoukkolainojen käyttöönoton toteutettavuudesta

Kokous

Liitteet

Viite

EUTORI/Eurodoc nro:

EU/2011/1934

U-tunnus / E-tunnus:

-

Käsittelyn tarkoitus ja käsittelyvaihe:

Komissio antoi 23.11.2011 vihreän kirjan vakausjoukkolainojen käyttöönoton toteutettavuudesta, josta toimitetaan eduskunnalle perustuslain 97 §:n mukainen selvitys (E-kirje).

Asiakirjat:

KOM(2011) 818 lopullinen

EU:n oikeuden mukainen oikeusperusta/päätöksentekomenettely:

-

Käsittelijä(t):

VM/RMO Arto Eno, puh. 160 33108

Suomen kanta/ohje:

Suomi ei pidä vakausjoukkolainojen käyttöön ottamista toteuttamiskelpoisena vaihtoehtona käsillä olevan velkakriisin ratkaisemiseksi, koska niiden oikeudellisten ja teknisten edellytysten toteuttaminen kestäisi kriisienhallinnan näkökulmasta liian pitkään. Niiden avulla ei myöskään ratkaistaisi kriisin perimmäisiä ongelmia, jotka liittyvät liialliseen velkaantumiseen ja puutteelliseen budjettikuriin. Vakausjoukkolainat lisäisivät myös merkittävästi Suomen euroalueen vakauttamiseksi ottamaa taloudellista vastuuta, mikä voisi heikentää Suomen valtion luottoriskiluokitusta. Tämä olisi vastoin hallitusohjelmaan kirjattuja tavoitteita rajata kriisin hallitsemiseksi otettavia vastuuta ja toisaalta säilyttää valtion nykyinen luottoriskiluokitus.

Suomi suhtautuu myönteisesti Euroopan unionin ja euroalueen talouspolitiikan koordinaation tehostamiseen entisestään. Yhteisvastuullisten vakausjoukkovelkakirjojen toteuttamista voitaisiinkin alkaa harkita vasta sellaisessa tilanteessa, jossa uusi finanssipoliittinen liitto ja siihen liittyvät sopimukset olisivat sitovasti ja uskottavasti toteutettu ja niitä myös sovellettaisiin ja jossa kaikki finanssipoliittiseen liittoon osallistuvat maat täyttäisivät Maastrichtin sopimuksen julkisen talouden alijäämää ja velkaa koskevat kriteerit. Lisäksi olisi käytössä oltava tehokas ja toimiva sanktiojärjestelmä, jolla voitaisiin ehkäistä vakauden ja kestävyyyden kannalta vakavat poikkeamat.

Vihreään kirjaan ei liity säädösehdotuksia. Suomen kannat myöhemmin mahdollisesti annettaviin ehdotuksiin muodostetaan kunkin ehdotuksen osalta erikseen, kun mahdolliset ehdotukset on annettu ja niiden sisältö on tiedossa.

Vaikutuksia Suomen kannalta

Tässä vaiheessa vakausjoukkolainoja ja niiden käytön taloudellisia vaikutuksia voidaan yleisellä tasolla arvioida Suomen näkökulmasta seuraavasti:

Vakausjoukkolainalla otetut lainat olisivat komission arvion mukaan parhaan luottoriskiluokituksen saaneilla maille lähtökohtaisesti kalliimpia kuin omissa nimissä otetut lainat. Suomelle tämä aiheuttaisi tällä hetkellä arvioitua suurempia velanhoitokustannuksia, jotka puolestaan voisivat pahentaa osaltaan Suomen julkisen talouden kestävyysvajetta ja heikentää luottoluokitusta. Pitkällä aikavälillä vakausjoukkolainan kustannus riippuisi euroalueen yleisestä talouskehityksestä sekä harjoitetun talouspolitiikan kestävyyydestä ja uskottavuudesta.

Jos vakausjoukkolainat toteutettaisiin siten, että velat taattaisiin omavelkaisuella yhteisvastuullisella takauksella (joint and several guarantee), Suomen kaltaisen pienen maan vastuut kasvaisivat merkittävästi. Euromaiden talousarvioiden katteeksi otetut lainat ja niiden korot tulisivat seuraavien 5–10 vuoden aikana likimain kokonaan yhteisesti vastattavaksi. Euromaiden yhteenlaskettu valtiovelka oli vuoden 2010 lopussa noin 6600 miljardia euroa. Suomen vastuu omasta ja euromaiden velasta olisi siten ollut hieman yli 3600 % suhteessa Suomen kokonaistuotantoon vuonna 2010, jos velat olisi taattu yhteisvastuullisesti. Jos Suomi joutuisi maksamaan muun kuin oman talousarvionsa katteeksi otetun velan takaisin, sillä olisi periaatteessa takautuva saantioikeus velvoitteensa laiminlyöneeltä maalta. Saantioikeus olisi kuitenkin valtiolta, joka ei ole kyennyt vastaamaan sitoumuksistaan.

Koko euroalueen velan takaisin maksajaksi joutuminen on lähinnä teoreettinen uhkakuva. Käsillä oleva velkakriisi osoittaa kuitenkin, että jo yhden tai kahden keskisuuren valtion vaikeudet voivat johtaa mittaviin rahoitusvastuuihin. Pahimmillaan tällaisen vastuun realisoituminen voisi johtaa tilanteeseen, jossa Suomen tulisi käyttää huomattava osa valtion talousarvioon varatuista menoista yhteisesti otetun lainan takaisin maksamiseen ja leikata muita menoja tavalla, joka rajoittaisi valtion mahdollisuuksia turvata kansalaisten perustuslaillisia oikeuksia. Näin suuren vastuun ottaminen olisi Suomen kansallisen suvereniteetin kannalta todennäköisesti niin mittava päätös, että siitä tulisi säätää perustuslain säätämisjärjestyksessä. Yhteisvastuu veloista edellyttäisi lisäksi Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 125 artiklan eli taloudellisen yhteisvastuun kieltävän säännöksen muuttamista.

Yhteinen lainanotto turvaisi toisaalta myös Suomelle rahoituksen saatavuutta tilanteessa, jossa joutuisimme merkittäviin talousongelmiin oman toimintamme tai jonkin muun ainoastaan Suomea kohtaavan negatiivisen shokin vuoksi. Tämä rahoituksen saatavuuteen liittyvä kuitenkin muiden maiden maksukykyyn sisältyvä riski.

Pääasiallinen sisältö:

Euroopan komission vihreässä kirjassa tarkastellaan mahdollisuuksia käyttää hyväksi euromaiden yhteisesti liikkeeseen laskemia vakausriskolainoja, ei ainoastaan pitkän aikavälin järjestelyinä vaan myös käsillä oleva euroalueen velkakriisin ratkaisemiseksi. Vakausriskolainasta on julkisessa keskustelussa käytetty ilmaisua eurobond tai eurobondi. Komissio esittelee kolme vaihtoehtoista tapaa toteuttaa vakausriskolaina sekä näihin tapoihin liittyviä oikeudellisia ja taloudellisia näkökohtia.

Vihreällä kirjalla Euroopan komissio aloittaa julkisen kuulemisen vakausriskovelkakirjojen toteutettavuudesta ja toteuttamisen edellytyksistä. Vakausriskolainalla komissio tarkoittaa euroalueeseen kuuluvien Euroopan unionin jäsenvaltioiden yhteisesti liikkeeseen laskemia riskovelkakirjalainoja, joilla ko. maat rahoittaisivat julkisia menojaan.

Vakausriskolaina voitaisiin laskea liikkeeseen keskitetysti yhteistä liikkeeseen laskijaa hyväksi käyttäen tai kansallisesti siten, että valtiot koordinoisivat lainojensa liikkeeseen laskut tiiviisti. Liikkeeseenlaskutavasta riippuen valtiot voisivat ottaa yhteisesti ja solidaarisesti vastattavakseen (joint and several liability) velan sekä takaisinmaksun ja korkojen maksun joko osittain tai kokonaan.

Euroopan parlamentti on kehottanut komissiota selvittämään vakausriskolainojen käytettävyyttä euroalueen taloudellisen hallinnon tehostamista koskevan lainsäädäntöpakettin (ns. Six Pack) yhteydessä euroalueen velkakriisin ratkaisemiseksi. Euroopan parlamentti on korostanut, että vakausriskolainat edellyttäisivät myös nykyistä tiiviimpää yhteistä talous- ja finanssipolitiikkaa. Vakausriskolainoihin liittyvä yhteisvastuu edellyttäisi Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT), erityisesti nykyisen 125 artiklan muuttamista.

Komission tavoitteena on selvittää tarkoituksenmukainen etenemistapa vakausriskolainojen osalta siten, että niitä voitaisiin käyttää hyväksi jo akuutin velkakriisin hallitsemiseksi samanaikaisesti koordinoitua talous- ja finanssipolitiikkaa edistävien hankkeiden kanssa.

1 Vakausriskolainojen käytön perustelut

Komission mukaan vakausriskolainat voisivat mahdollisesti helpottaa käsillä olevaa valtioiden velkakriisiä sekä estää tulevia kriisejä, koska korkeaa tuottoa valtiolainoistaan maksavat valtiot voisivat niiden avulla hyötyä luottoriskiluokituksestaan itseään parempien maiden luottokelpoisuudesta ja matalasta valtiolainojen korkotasosta. Vakausriskolainat myös turvaisivat yksittäisten valtioiden rahoituksen saatavuutta mahdollisissa markkinoiden häiriötilanteissa. Lisäksi komissio arvioi vakausriskolainojen tehostavan euroalueen valtiolainamarkkinoiden toimintaa ja rahapolitiikan toteutumista sekä hyödyttävän pankkijärjestelmää.

2 Vakausriskolainojen käytön edellytykset

Komission mukaan euromaat ovat harjoittaneet erilaista finanssipolitiikkaa euroaikana. Valtioiden tuotot olivat euron alkuvuosina kuitenkin hyvin lähellä toisiaan, eikä valtiolainoja näin ollen jälkikäteen arvioiden hinnoiteltu markkinoilla niihin liittyvään riskiin nähden oikein. Vuonna 2009 alkanut valtioiden tuottojen eriytyminen on komission mukaan ollut voimakasta ja osin luottoriskiin nähden ylimitoitettuaakin. Tuottojen nousu on kuitenkin viimeaikaisten kokemusten perusteella lisännyt eurovaltioissa harjoitetun finanssipolitiikan kurinalaisuutta.

Vakausriskolainat tasaisivat korkoeroja ja sisältäisivät näin ollen moraalikadon (moral hazard) riskin. Markkinakorkojen nousun myötä syntynyt kannustin kurinalaisen politiikan harjoittamiseksi voisi vähentyä tai kadota kokonaan, koska kestäättömän politiikan kustannukset kannettaisiin yhteisesti. Yhteistä lainaa otavilla mailla tulisi tämän vuoksi olla sekä oikeudellisesti että poliittisesti ennalta määritellyt sitovat periaatteet siitä, kuinka paljon lainaa otetaan.

Yhteisvastuullisesti otettavien lainojen takaisin maksun varmistamiseksi ja moraalikadon välttämiseksi olisi olennaista, että vakausriskinjakajajärjestelyyn osallistuvat valtiot harjoittaisivat julkisen talouden kestävyysnäkökulmasta kestävä talous- ja finanssipolitiikkaa ja kunnioittaisivat velvoitteitaan yhteisesti otettujen velkojen korkojen ja pääomien takaisin maksamiseksi. Tämä edellyttäisi osallistuvien maiden talous- ja finanssipolitiikan pitkälle menevää yhdistämistä sekä tehokasta finanssipolitiikan seurantajärjestelmää.

3 Vaihtoehtoiset tavat toteuttaa vakausriskinjakajajärjestelyä

Vihreässä kirjassa esitetään kolme vaihtoehtoista tapaa toteuttaa vakausriskinjakajajärjestelyä.

Ensimmäisessä vaihtoehdossa järjestelyyn osallistuvien maiden lainanotto toteutettaisiin kokonaan vakausriskinjakajajärjestelyä hyväksi käyttäen. Lainat taattaisiin omavastuulla ja yhteisvastuulla takauksin (joint and several guarantee). Tässä takausmallissa kaikki valtiot vastaisivat yhteisesti otetusta velasta kuin omastaan. Tämän mallin mukaiseen vakausriskinjakajajärjestelyyn osallistuvat maat maksaisivat lainoistaan samaa tuottoa taloudellisesta tilanteestaan ja harjoittamastaan talouspolitiikasta riippumatta. Yksittäiseltä maalta poistuisi markkinoiden aiheuttama korkopaine, mikä voisi aiheuttaa merkittävän moraalikadon ongelman. Toisaalta tästä mallista saatavat vakaushyödyt olisivat komission mukaan suurimmat. Yhteisvastuullinen takaus vaatisi SEUT 125 artiklan eli yhteisvastuun kieltävän artiklan muuttamista.

Toisessa vaihtoehdossa vain osa kansallisesta lainanotosta toteutettaisiin yhteisesti vakausriskinjakajajärjestelyä ja loput otettaisiin valtion omissa nimissä. Yhteisesti otetusta velasta vastattaisiin yhdessä kuten ensimmäisessä vaihtoehdossa. Tässä vaihtoehdossa yhteisesti otetusta velasta maksettaisiin samaa tuottoa, mutta omissa nimissä otetun velan hinta riippuisi valtion omasta luottoriskistä. Tällä tavoin toteutettuun vakausriskinjakajajärjestelyyn liittyvä moraalikadon ongelma olisi komission arvion mukaan vähäisempi kuin ensimmäisessä vaihtoehdossa. Tässä mallissa vakausriskinjakajajärjestelyä otettava velan määrään tulisi sitoutua ennalta. Muutoin keskimääräistä paremman luottoriskin mailla ei olisi kannustinta laskea liikkeeseen yhteistä velkaa, koska ne saisivat sitä omissa nimissään halvemmalla kuin vakausriskinjakajajärjestelyä. Kannustinta maksaa vakausriskinjakajajärjestelyä aiheutuvaa korkeaa tuottoa komissio perustelee vakausriskinjakajajärjestelyn rahoitusmarkkinoiden tasapainoa lisäävällä vaikutuksella ja siitä koituvalla hyödyllä. Vaihtoehdon oikeudelliset edellytykset olisivat samat kuin ensimmäisessä vaihtoehdossa. Vaihtoehtoa voitaisiin pitää toteutettavana, jos osallistuvilla mailla ei olisi lähtötilanteessa velkaa ja jos vakausriskinjakajajärjestelyä toteutettavalle lainanotolle asetettaisiin ennalta suurin sallittu enimmäismäärä, jonka ylittävä lainanotto tulisi toteuttaa valtion omissa nimissä ja omalla vastuulla.

Kolmannessa vaihtoehdossa osa kansallisesta lainanotosta toteutettaisiin yhteisesti ja osa omissa nimissä otetuilla lainoilla, mutta kukin maa takaisi yhteisesti otetusta lainasta vain oman osuutensa (joint but not several guarantee). Tällä mallilla ei komission arvion mukaan saataisi yhtä suuria vakaushyötyjä kuin muilla malleilla, mutta toisaalta riski moraalikadosta olisi muita malleja vähäisempi. Komission mukaan tämä vaihtoehto ei vaatisi edellisten mallien tapaan perussopimuksen muuttamista. Tämän vaihtoehdon mukaisen vakausriskinjakajajärjestelyn tuotto olisi takausmallin vuoksi korkeampi kuin muiden. Siitä saatavat hyödyt olisivat komission mukaan tältäkin osin muita vaihtoehtoja vähäisemmät. Hyvän luottoriskiluokituksen saaminen edellyttäisi vakausriskinjakajajärjestelyn luottoriskisyyttä vähentäviä järjestelyjä kuten osallistuvien valtioiden antamia vakuuksia ja mahdollisesti etuoikeutetun aseman antaminen vakausriskinjakajajärjestelylle. Käytännössä tällaisten järjestelyjen toteuttaminen olisi kuitenkin vaikeaa koko vakausriskinjakajajärjestelyn osalta, koska joillakin euromailla on olemassa olevissa lainoissaan sitoumus olla antamatta vakuutta tai parempaa etuoikeutta uusille lainoille. Tähän vaihtoehtoon liittyvät hyödyt voidaan arvioida vähäisiksi ja sen toteutettavuutta voidaan pitää kyseenalaisena.

Asiasanat
Hoitaa

Tiedoksi



EUROOPAN KOMISSIO

Bryssel 23.11.2011
KOM(2011) 818 lopullinen

VIHREÄ KIRJA

vakausjoukkolainojen käyttöönoton toteutettavuudesta

VIHREÄ KIRJA

vakausriskien käyttöönoton toteutettavuudesta

1. PERUSTEET JA ENNAKKOEDELLYTYKSET VAKAUSRISIKOILLE¹

1.1. Tausta

Tämän vihreän kirjan tavoitteena on käynnistää laaja julkinen kuuleminen vakauriskien käsitteestä kaikkien asianomaisten sidosryhmien ja osapuolten kanssa. Näitä ovat jäsenvaltiot, rahoitusmarkkinoiden toimijat, rahoitusmarkkinoiden toimialajärjestöt, tiedemaailman edustajat – EU:ssa ja sen ulkopuolella – ja suuri yleisö. Näin Euroopan komissio pystyisi hahmottamaan, miten tämän käsitteen kanssa olisi tarkoituksenmukaista edetä.

Tässä asiakirjassa arvioidaan, millaiset mahdollisuudet euroalueen jäsenvaltiolla olisi laskea yhdessä liikkeeseen valtion riskien, jäljempänä 'yhteinen liikkeeseenlasku', ja mitkä olisivat tällaisen liikkeeseenlaskun edellytykset². Valtiollinen liikkeeseenlasku tapahtuu nykyisin euroalueen jäsenvaltioissa hajautetusti käyttäen erilaisia liikkeeseenlaskumenettelyjä. Se, että käyttöön otettaisiin yhdessä liikkeeseenlaskettavia vakauriskien, merkitsisi eri jäsenvaltioiden liikkeeseenlaskemien riskien yhdistämistä sekä tulovirtojen ja velanhoidokustannusten jakamista. Tämä muuttaisi euroalueen valtion riskien markkinoiden rakennetta huomattavasti. Kyseessä on kokonaisuutena katsottuna euroalueen rahoitusmarkkinoiden suurin segmentti (ks. liite 1, jossa on tietoja euroalueen valtion riskien markkinoista).

Jäsenvaltiot keskustelivat ensimmäistä kertaa yhteisen liikkeeseenlaskun ajatuksesta 1990-luvun loppupuolella. Tuolloin Giovannini-ryhmä (joka oli antanut komissiolle neuvoja siitä, miten euro vaikuttaisi pääomamarkkinoiden kehitykseen) julkaisi raportin, jossa esiteltiin useita eri mahdollisuuksia euroalueen valtion riskien liikkeeseenlaskun koordinoimiseksi³. Syyskuussa 2008 markkinatoimijoiden kiinnostus yhteistä liikkeeseenlaskua kohtaan heräsi uudelleen, kun European Primary Dealers Association (EPDA) julkaisi keskusteluasiakirjan "A Common European Government Bond"⁴. Asiakirjassa todettiin, että euroalueen valtion riskien markkinat olivat edelleen hyvin pirstoutuneet lähes 10 vuotta sen jälkeen, kun euro otettiin käyttöön, ja pohdittiin yhteisen

¹ Julkisessa keskustelussa ja ammattikirjallisuudessa käytetään tavallisesti ilmaisua "eurobondi" eli euroalueen yhteinen riskien markkinoita. Komissio katsoo, että tällaisen välineen tärkein ominaispiirre olisi rahoitusvakauden lisääminen euroalueella. Puheenjohtaja Barroson 28. syyskuuta 2011 unionin tilasta pitämän puheen mukaisesti tässä vihreässä kirjassa käytetään ilmaisua "vakauriskien markkinoita".

² Periaatteessa yhteinen liikkeeseenlasku voitaisiin ulottaa myös euroalueen ulkopuolisiin jäsenvaltioihin, mutta se merkitsisi valuuttakurssiriskiä. Useiden euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden velvoitteista suuri osa on jo euromääräisiä, joten kyseessä ei pitäisi olla merkittävä este. Kaikkien EU:n jäsenvaltioiden edun mukaista saattaisi olla liittyminen mukaan vakauriskien markkinoihin, erityisesti jos tästä olisi apua niiden rahoituskulujen pienentämisessä ja vakauttamisessa. Positiiviset vaikutukset ulottuisivat koko sisämarkkinoiden talouteen. Vakauriskien markkinoita näkökannalta katsottuna päästäisiin todennäköisesti sitä suurempiin myönteisiin vaikutuksiin, mitä useammat jäsenvaltiot osallistuisivat. Ennen kaikkea tämä johtuisi likviditeetin kasvusta.

³ Giovannini-ryhmä: 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 Ks. "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>.

liikkeeseenlaskun hyviä ja huonoja puolia. Vuonna 2009 komission yksiköt pohtivat taas yhteistä liikkeeseenlaskua EMU@10-kertomuksessa.

Euroalueen valtionvelkakriisin syveneminen on käynnistänyt laajemman keskustelun yhteisen liikkeeseenlaskun toteutettavuudesta⁵. Useat politiikan henkilöt, markkina-analyytikot ja tiedemaailman edustajat ovat puhuneet yhteisen liikkeeseenlaskun puolesta pitäen sitä potentiaalisen voimakkaana välineenä, jolla voitaisiin poistaa likviditeettirajoituksia useissa euroalueen jäsenvaltioissa. Tätä taustaa vasten Euroopan parlamentti kehotti komissiota tutkimaan yhteisen liikkeeseenlaskun toteutettavuutta samassa yhteydessä, kun hyväksytään euroalueen talouden ohjausjärjestelmää koskeva lainsäädäntöpaketti. Euroopan parlamentti korosti, että vakausriskien vähentämisen yhteinen liikkeeseenlasku edellyttäisi siirtymistä kohti yhteistä talous- ja finanssipolitiikkaa⁶.

Vaikka yhteinen liikkeeseenlasku on yleensä katsottu pidemmän aikavälin mahdollisuudeksi, keskustelussa on viime aikoina keskitytty potentiaalisiin lähitulevaisuuden hyötyihin ja siihen, että tällä tavoin voitaisiin lieventää valtionvelkamarkkinoiden kireää tilannetta. Tällöin vakausriskien vähentämisen käyttöönotto ei tapahtuisi taloudellisen ja finanssipoliittisen lähentymisprosessin lopuksi, vaan se tapahtuisi samaan aikaan lähentymisen jatkuessa ja edistäisi tällaisen lähentymisen vaatiman kehityksen luomista ja toteuttamista. Tällainen yhtäaikainen lähentymistapa edellyttäisi, että euroalueen taloudellisessa, rahoituksellisessa ja poliittisessa yhdentymisessä edistyttäisiin viipymättä ja ratkaisevasti.

Vakausriskien vähentäminen eroaisivat nykyisistä yhteisesti liikkeeseenlaskettavista instrumenteista. Vakausriskien vähentämisen tarkoituksena olisi yhteisen liikkeeseenlaskun avulla huolehtia euroalueen julkisyhteisöjen päivittäisestä rahoituksesta. Tältä osin vakausriskien vähentäminen eroaisivat muista Euroopan unionissa ja euroalueella yhteisesti liikkeeseenlasketuista riskien vähentämisistä, esimerkiksi liikkeeseenlaskusta, jolla rahoitetaan jäsenvaltioille ja kolmansille maille myönnettävää ulkoista apua⁷. Näin ollen

⁵ Ks. liite 2, jossa on katsaus vakausriskien vähentämisestä käydyin keskustelun aikaisista analyyttisistä pohdintoista.

⁶ Euroopan parlamentin 6. heinäkuuta 2011 antamassa päätöslauselmassa ”Rahoitus-, talous- ja sosiaaliskriisistä: suositukset toteutettaviksi toimenpiteiksi ja aloitteiksi” (2010/2242(INI)) todetaan seuraavaa:

”...13. kehottaa komissiota tarkastelemaan euro-obligaatioita koskevaa tulevaa järjestelmää tavoitteena määrittää edellytykset, joilla tällainen järjestelmä hyödyttäisi kaikkia siihen osallistuvia jäsenvaltioita ja koko euroaluetta; korostaa, että euro-obligaatiot olisivat kestävä vaihtoehto Yhdysvaltain dollariin sidotuille riskien vähentämismarkkinoille ja niillä voitaisiin edistää Euroopan valtionvelkamarkkinoiden integroitumista, vähentää lainakuluja, lisätä likviditeettiä, ja talousarvion kurinalaisuutta ja parantaa vakaus- ja kasvusopimuksen noudattamista, edistää koordinoituja rakenteellisia uudistuksia ja tehdä pääomamarkkinoista vakaammat, millä vaalittaisiin ajatusta eurosta maailmanlaajuisena ”tukena ja turvana”; muistuttaa, että euro-obligaatioiden yhteinen liikkeeseenlasku edellyttää siirtymistä kohti yhteistä talous- ja finanssipolitiikkaa; 14. korostaa siksi, että jos euro-obligaatioita lasketaan liikkeeseen, liikkeeseenlaskua olisi rajoitettava siten, että yhteisvastuu koskisi enintään 60 prosentin velkatasoa suhteessa niiden bruttokansantuotteisiin ja että se liitettäisiin kannustimiin julkisen talouden velkaantumisen alentamiseksi tälle tasolle; ehdottaa, että euro-obligaatioiden yleisenä tavoitteena pitäisi olla julkisen talouden velkaantumisen vähentäminen ja moraalikadon välttäminen sekä euroon kohdistuvan keinottelun ehkäiseminen; toteaa, että näiden euro-obligaatioiden saatavuus edellyttäisi sopimista mitattavista velkaantumisen alentamishankkeista ja niiden täytäntöönpanoa;”.

⁷ Esimerkiksi riskien vähentäminen, jotka komissio laskee liikkeeseen maksutasejärjestelyn / Euroopan rahoituksen vakautusmekanismien (ERVM) yhteydessä, ja Euroopan rahoitusvakausvälineen (ERVV) liikkeeseenlaskemat riskien vähentäminen taikka liikkeeseenlasku, jolla rahoitettaisiin suuria infrastruktuurihankkeita, joilla on valtioiden rajat ylittävä ulottuvuus (esimerkiksi hanke-riskien vähentäminen,

vakausrjoukkolainojen liikkeeseenlasku olisi huomattavasti laajamittaisempaa ja jatkuvampaa kuin kansallisen tai yhteisen liikkeeseenlaskun nykymuodoissa.

Vakausrjoukkolainojen liikkeeseenlasku keskitettäisiin yhteen ainoaan virastoon tai se jäisi kansalliselle tasolle hajautetuksi mutta jäsenvaltioiden kesken tiukasti koordinoituksi. Vakaurjoukkolainoihin liittyvät tulovirrat ja velanhoitokustannukset jaettaisiin sen mukaan, millaiset osuudet jäsenvaltioilla olisi liikkeeseenlaskussa. Riippuen siitä, millainen lähestymistapa vakaurjoukkolainojen liikkeeseenlaskuun valittaisiin, jäsenvaltiot voisivat hyväksyä velanhoitokustannuksille kaiken kattavan tai osittaisen yhteisvastuun, mikä merkitsisi vastaavan luottoriskin yhdistämistä.

Vakausrjoukkolainoihin liittyy useita näkökohtia, jotka ovat kaikkea muuta kuin teknisiä ja koskevat kansalliseen itsemääräämisoikeuteen sekä taloudelliseen ja poliittiseen yhdentymiseen liittyviä seikkoja. Näihin seikkoihin sisältyy talouspolitiikan tiiviimpi koordinointi, ohjaus ja hallinta sekä tuntuvampi taloudellinen lähentyminen ja, joissakin vaihtoehdoissa, tarve muuttaa perussopimusta. Mitä suuremmissa määrin luottoriski yhdistettäisiin ja valtiot jakaisivat sen, sitä pienempi olisi markkinavolatiliteetti mutta samalla myös yksittäisiin valtioihin kohdistuva markkinakuri. Finanssipoliittinen vakaur olisi siten yhä enemmän riippuvainen poliittisten prosessien aikaansaamasta kurista. Samoin jotkin vakaurjoukkolainojen onnistumisen ennakoedellytyksistä, kuten huomattava poliittinen vakaur ja ennustettavuus tai rahaviranomaisten tarjoaman tuen laajuus, menevät paljon teknisiä seikkoja pidemmälle.

Kaikentyyppiin vakaurjoukkolainoihin olisi olennaisena vastavoimana liitettävä finanssipoliittikan valvonnan ja politiikankoordinoinnin tuntuva kiristäminen, jotta voitaisiin välttää moraalikato ja varmistaa julkisen talouden kestävyys sekä tukea kilpailukykyä ja haitallisen makrotalouden epätasapainon vähentämistä.

Tämä vaikuttaisi vääjäämättä valtioiden finanssipoliittiseen itsemääräämisoikeuteen, minkä vuoksi euroalueen jäsenvaltioiden onkin käytävä aiheesta läpikotaisia keskusteluja.

Koska tällaisia kysymyksiä on harkittava perusteellisesti, komissio on antanut tämän vihreän kirjan käynnistääkseen tarpeellisen poliittisen keskustelun ja julkisen kuulemisen siitä, ovatko vakaurjoukkolainat toteutettavissa ja mitkä olisivat niiden ennakoedellytykset.

1.2. Perustelut

Keskustelu yhteisestä liikkeeseenlaskusta on kiihtynyt huomattavasti euron käyttöönoton jälkeen. Yhteistä liikkeeseenlaskua perusteltiin alun perin lähinnä eduilla, joita lisääntynyt markkinatehokkuus toisi likviditeetin lisääntyessä euroalueen valtion joukkolainamarkkinoilla ja euroalueen laajemmassa rahoitusjärjestelmässä. Viime aikoina valtionvelkakriisin jatkuessa keskustelujen painopiste on siirtynyt vakaurnäkökohtiin. Tätä taustaa vasten yhteisen liikkeeseenlaskun suurimpina etuina voidaan pitää seuraavia:

1.2.1. Nykyisen kriisin hallitseminen ja uusien valtionvelkakriisien ehkäiseminen

Vakausrjoukkolainojen tulo näköpiiriin voisi mahdollisesti hillitä nykyistä valtionvelkakriisiä, sillä korkean tuoton jäsenvaltiot voisivat hyötyä matalan tuoton jäsenvaltioiden paremmasta luottokelpoisuudesta. Vaikka vakaurjoukkolainojen käyttöönotto voisi kestää jonkin aikaa (ks. 2 jakso), ennakolta tehtävä päätös yhteisestä liikkeeseenlaskusta saattaisi vaikuttaa markkinaodotuksiin ja siten alentaa keskimääräisiä ja marginaalisia rahoituskustannuksia niiden jäsenvaltioiden osalta, joilla nykyään on rahoituspaineita. Jotta tällainen vaikutus olisi pysyvä, yhteisiä joukkolainoja koskevaan

joita komissio saattaa laskea liikkeeseen.) Erilaisista yhteisen liikkeeseenlaskun tyypeistä ja muista vakaurjoukkolainojen kaltaisista instrumenteista on enemmän tietoa liitteessä 3.

etenemissuunnitelmaan olisi liitettävä samanaikaiset sitoumukset lujittaa talouden ohjausjärjestelmää. Tällä varmistettaisiin se, että ryhdyttäisiin tarvittavaan finanssipoliittiseen ja rakenteelliseen sopeutukseen julkisen talouden kestävyysvarmistamiseksi.

1.2.2. Rahoitusvakauden lujittaminen euroalueella

Vakausriskien vähentäminen euroalueen rahoitusjärjestelmässä saataisiin kestävämpään paremmin tulevia häiriöitä, minkä myötä lujitettaisiin rahoitusvakautta. Vakausjoukkolainat tarjoaisivat kaikille osallistuville jäsenvaltioille varmemman mahdollisuuden saada jälleenrahoitusta. Tällä estettäisiin se, ettei markkinarahoitusta äkkiä saataisikaan sen vuoksi, että sijoittajat ryhtyisivät tarpeettomasti karttamaan riskejä ja/tai sortuisivat laumakäyttäytymiseen. Näin ollen vakausjoukkolainoilla lievitettäisiin markkinavolatiliteettia, vähennettäisiin sellaisten kalliiden tuki- ja pelastustoimenpiteiden tarvetta, joiden kohteena olisivat markkinarahoituksen ulkopuolelle väliaikaisesti tippuneet jäsenvaltiot, tai poistettaisiin tällainen tarve kokonaan. Tällaisten joukkolainojen myönteiset vaikutukset riippuvat siitä, pystytäänkö finanssipolitiikan kurinalaisuus säilyttämään. Tätä näkökohtaa käsitellään perusteellisemmin 1.3 kohdassa ja 3 jaksossa.

Euroalueen pankkijärjestelmä hyötyisi vakausjoukkolainoista. Pankeilla on omistuksessaan tyypillisesti suuret määrät valtion joukkovelkakirjoja, sillä ne ovat pieniriskinen ja likvidi sijoitus, jolla on alhainen volatiliteetti. Valtion joukkovelkakirjat toimivat myös likviditeettipuskurina, sillä ne voidaan myydä suhteellisen vakaaseen hintaan tai niitä voidaan käyttää vakuutena jälleenrahoitusoperaatioissa. Kotimarkkinavetoisuus on kuitenkin huomattavaa ja ilmeistä pankkien pitäessä hallussaan valtion joukkovelkakirjoja, mikä luo tärkeän kytköksen niiden taseiden ja kotivaltion taseen välille. Jos kotivaltion julkisen talouden asema heikkenee tuntuvasti, kotimaisen pankkijärjestelmän käytettävissä olevien vakuuksien laatu väistämättä vaarantuu, mikä altistaa pankit jälleenrahoitusriskille sekä pankkienvälisillä markkinoilla että eurojärjestelmän järjestelyissä. Vakausjoukkolainat tarjoaisivat kaikille euroalueen pankeille paremmat vakuudet, mikä vähentäisi niiden haavoittuvuutta yksittäisten jäsenvaltioiden luottoluokituksen alenemiselle. Samaan tapaan muut yhteisö-sijoittajat (esimerkiksi henkivakuutusyhtiöt ja eläkerahastot), joilla on yleensä suhteellisen paljon kotivaltion joukkovelkakirjoja, hyötyisivät vakausjoukkolainan muodossa olevasta tasarakenteisemmasta ja vakaammasta omaisuuserästä.

1.2.3. Rahapolitiikan välittymisen helpottaminen

Vakausriskien vähentäminen euroalueen rahapolitiikan välittymistä. Valtionvelkakriisi on heikentänyt rahapolitiikan välittymiskanavaa, sillä valtion joukkovelkakirjojen tuottoerot ovat kasvaneet jyrkästi hyvin epävakailta markkinoilta. Joissakin ääritapauksissa markkinoiden toiminta on vaarantunut ja EKP on puuttunut asiaan velkapaperiohjelmansa (Securities Market Programme) välityksellä. Vakausjoukkolainoilla luotaisiin suurempi ryhmä turvallisia ja likvidejä omaisuuseriä. Tällä autettaisiin varmistamaan, että EKP:n vahvistama rahapolitiikka välittyy joustavasti ja johdonmukaisesti valtion joukkolainamarkkinoiden kautta yritysten ja kotitalouksien lainanottokustannuksiin ja viime kädessä kokonaiskysyntään.

1.2.4. Markkinatehokkuuden parantaminen

Vakausriskien vähentäminen euroalueen valtion joukkolainamarkkinoiden ja euroalueen laajemman rahoitusjärjestelmän tehokkuutta. Vakausjoukkolainojen liikkeeseenlasku tarjoaisi mahdollisuuden laajoihin ja hyvin likvideihin markkinoihin, joilla olisi yksi ainoa viitetuotto päinvastoin kuin nykyisessä tilanteessa, jossa on useita maakohtaisia viitearvoja. Vakausjoukkolainojen markkinoiden likviditeetti ja korkea luottokelpoisuus johtaisivat alhaisiin viitetuottoihin, joissa näkyisi alhainen luottoriski ja

alhaiset likviditeettipreemiot (ks. kehys 1). Se, että vakausriskilainojen viitetuotot muodostaisivat yhden ainoan ”riskittömän” joukon koko maturiteettiasteikolla, auttaisi kehittämään joukkolainamarkkinoita yleisemmin ja edistäisi muiden kuin valtiollisten liikkeeseenlaskijoiden (esimerkiksi yritysten, kuntien ja rahoitusyhtiöiden) toteuttamaa liikkeeseenlaskua. Jos käytettävissä olisi likvidi euroalueen viitearvo, useiden euromääräisten johdannaismarkkinoiden toiminta helpottuisi. Vakausjoukkolainojen käyttöönotto saattaisi lisätä Euroopan arvopaperiselvityksen yhdentymiskehitystä, jos samaan aikaan otettaisiin käyttöön EKP:n suunnittelema Euroopan laajuinen yhteinen TARGET2-Securities (T2S) -järjestelmäalusta ja samalla EU:n tasolla toteutettaisiin mahdollisia uusia sääntelytoimia. Vakausjoukkolainojen käyttöönotto voisi näillä eri tavoilla johtaa rahoituskustannusten alenemiseen sekä euroalueen julkisella sektorilla että yksityisellä sektorilla ja siten tukea talouden pidemmän aikavälin kasvupotentiaalia.

Kehys 1: Vakausjoukkolainojen odotettu tuotto – empiiristen tutkimusten tarjoama tuki

Vakausjoukkolainojen käyttöönotto lisäisi likviditeettiä euroalueen valtion joukkolainamarkkinoilla, mikä pienentäisi likviditeettipreemiota, jonka sijoittajat epäsuoraan perivät valtion joukkovelkakirjojen pitämisestä hallussaan. Tässä kehyksessä pyritään esittämään määrällisesti, kuinka suuria kustannussäästöjä likviditeettipreemion aleneminen voisi tuoda. Vakausjoukkolainojen odotetun tuoton toinen osatekijä eli todennäköinen luottoriskipremio on osoittautunut kiistanalaisemmaksi. Vakausjoukkolainojen likviditeetti- ja luottopreemiot riippuisivat ratkaisevalla tavalla niistä vaihtoehtoista, joihin päädytään tällaisten joukkolainojen yleisen rakenteen ja takausrakenteen suhteen.

Useissa empiirisissä analyyseissä on verrattu hypoteettisten yhteisesti liikkeeseenlaskettujen joukkolainojen tuottoa nykyisten joukkolainojen keskimääräiseen tuottoon. Näissä analyyseissa oletetaan, ettei yhteisessä liikkeeseenlaskussa likviditeettipremio laske eikä luottoriski parane verrattuna jäsenvaltioiden keskimääräiseen luottoluokitukseen. Carstensen (2011) arvioi, että yhteisten joukkolainojen tuotto, jos se olisi yksinkertaisesti jäsenvaltioiden korkojen painotettu keskiarvo, olisi 2 prosenttiyksikköä Saksan valtion 10-vuotisia joukkolainoja korkeampi. Toisessa arviossa (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011)) todettiin, että tuottoero Saksan valtion joukkolainoihin voisi olla 0,5–0,6 prosenttiyksikköä. Perusteluna oli se, että julkisen talouden muuttujat ovat keskeiset valtion joukkolainojen tuottoerot määrittävät tekijät. Julkisen talouden kannalta euroalueen aggregaattia voitaisiin verrata Ranskaan. Yhteisten joukkolainojen tuotto olisi näin ollen lähestulkoon sama kuin Ranskan valtion joukkolainojen tuotto. J.P. Morganin analyysissä (2011), jossa käytetään samantapaista lähestymistapaa, päädytään samaan noin 0,5–0,6 prosenttiyksikön tulokseen. Ranskalaisen Natixis-pankin samantapainen analyysi (2011) viittaa siihen, että yhteiset joukkolainat saatettaisiin hinnoitella noin 20 peruspistettä nykyisiä AAA-luottoluokituksen saaneita joukkolainoja kalliimmiksi. Favero ja Missale (2010) esittävät, että Yhdysvaltain valtion joukkolainojen tuotot valuuttapremiolla mukautettuna ovat hyvä viitearvo yhteisten joukkolainojen tuotoille, sillä yhteisillä joukkolainoilla pyrittäisiin saamaan euroalueen yhteisistä joukkolainamarkkinoista Yhdysvaltain markkinoiden kaltaiset luottoriskin ja likviditeetin kannalta. Heidän mukaansa finanssikriisiä edeltäneinä vuosina Saksan valtion joukkolainojen epäedullinen tuottoero Yhdysvaltain valtion joukkolainoihin nähden oli noin 40 peruspistettä. Tällainen likviditeettietu saataisiin, jos yhteisiä joukkolainoja laskettaisiin liikkeeseen samoin edellytyksin kuin Yhdysvaltain valtion joukkolainoja.

Jotta voitaisiin esittää arvio likviditeettipremiossa saavutettavissa olevista eduista, komissio on tehnyt tilastollisen analyysin valtion joukkolainojen kustakin liikkeeseenlaskusta euroalueella vuoden 1999 jälkeen. Liikkeeseenlaskun kokoa (sillä se on laajimmin käytettävissä oleva indikaattori, vaikka se saattaakin aliarvioida likviditeettipremiossa saavutettavan mahdollisen edun) käytetään sen arvioimiseksi, kuinka likvidi joukkolainan liikkeeseenlasku on, ja regressiokerroin määrittää, millaisia etuja saataisiin, jos joukkolainoja laskettaisiin liikkeeseen suurempina määrinä⁸. Ensimmäinen malli on estimoitu käyttäen AAA-luottoluokituksen saaneita euroalueen jäsenvaltioita koskevia tietoja (taulukossa merkitty ”AAA”) ja toinen malli käyttäen kaikkia euroalueen jäsenvaltioita koskevia saatavilla olevia tietoja (taulukossa merkitty ”AA”). Toisessa mallissa myös kontrolloidaan kunkin liikkeeseenlaskun luottoluokitus. Tulosten mukaan kaikki kertoimet ovat merkittäviä tavanomaisilla tasoilla ja 70–80 prosenttia varianssista selittyy estimoinnilla.

Taulukko: Malliestimaatit ja muutos, jonka alhaisemman likviditeettipremion odotetaan tuovan tuottoon

	<i>Aiempi keskiarvo 1999–2011</i>			<i>Markkinaolosuhteet 2011</i>		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Tuotto (%) – malliperusteinen	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Tuoton muutos Yhdysvaltain markkinakoolla	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

Jotta voitaisiin määrittää likviditeettipremiossa saavutettava etu, malliestimaatista saatuja kertoimia käytettiin simuloimaan tuoton potentiaalista laskua, jos joukkolainat laskettaisiin liikkeeseen Yhdysvaltojen liikkeeseenlaskun keskimääräisessä koossa eikä euroalueen liikkeeseenlaskujen keskimääräisessä koossa. Yhdysvaltojen liikkeeseenlaskujen koko tarjoaa näin ollen arvion siitä, kuinka likvidit vakausjoukkolainojen markkinoista saattaisi tulla. Ensimmäisessä laskelmaryhmässä

⁸ Liikkeeseenlaskujen kokoa (tiedot Dealogicilta) on mukautettu niin, että ne sisältävät sellaisten lähekkäisten liikkeeseenlaskujen koon, joilla on samanlainen juoksuaika ja erääntymispäivä. Jotta voitaisiin ottaa huomioon erot aikaan sidotetuissa markkinaolosuhteissa, käyttöön on otettu kontrollimuuttujat kunkin liikkeeseenlaskun aikaisen korkotason (2-vuotinen swap-korko) ja aikarakenteen (10-vuotisen ja 2-vuotisen swap-koron välinen erotus) vaikutuksia silmällä pitäen.

likviditeettietu johdettiin salkun keskimääräisestä aiemmasta tuotosta vuodesta 1999 lähtien. Vertailun vuoksi laskelmat uusittiin käyttäen oletuksena kesän 2011 markkinaolosuhteita.

Taulukon toinen rivi osoittaa, että suuremmista liikkeeseenlasketuista määristä saatava etu olisi 10–20 peruspistettä euroalueella, riippuen saavutetusta luottoluokituksesta, mutta sillä, käytettiinkö aiempia vai viimeaikaisia markkinaolosuhteita, ei ollut suurta merkitystä. Vastaava etu Saksan valtion joukkolainojen tuotossa olisi noin 7 peruspistettä. Simulaatiot osoittavat, että etu, joka odotetaan saatavan likviditeettipreemiossa, on melko rajallinen ja vähenee niiden jäsenvaltioiden kohdalla, joilla on jo nyt parhain luottoluokitus.

Vaikka on selvää, että ne jäsenvaltiot, joiden valtion joukkolainojen tuotto on korkea, hyötyisivät luottoriskin yhdistämisestä ja yhteisten joukkolainojen paremmasta likviditeetistä, nykyisillä matalan tuoton jäsenvaltioilla saattaisi olla edessä korkeampi tuotto, jollei nykyisten korkean tuoton liikkeeseenlaskijoiden luottoriski yhtään parantuisi. Likviditeettipreemioon liittyvä etu voitaisiin periaatteessa jakaa uudelleen kompensatiomaksuilla, mutta jollei talouden ohjausjärjestelmä paranisi, euroalueen velan yleinen luottokelpoisuus saattaisi itse asiassa heiketä markkinakurin heikentymisen vuoksi siinä määrin, että nykyisten alhaisen tuoton jäsenvaltioiden rahoituskustannukset kasvaisivat.

1.2.5. Euron aseman vahvistaminen maailmanlaajuisessa rahoitusjärjestelmässä

Vakausjoukkolainat helpottaisivat euromääräisiä arvopaperisijoituksia ja tukisivat tasapainoisempaa maailmanlaajuista rahoitusjärjestelmää. Euroalueen valtion joukkolainamarkkinat kokonaisuutena katsottuna ja Yhdysvaltojen vastaavat markkinat ovat kooltaan toisiinsa verrattavissa, mutta euromääräisen liikkeeseenlaskun pirstaleisuuden vuoksi Yhdysvaltain valtiokonttorin joukkovelkakirjoja on saatavilla paljon suurempia määriä kuin yhdenkään euroalueen yksittäisen kansallisen liikkeeseenlaskijan joukkovelkakirjoja. Yhdysvaltain valtiokonttorin 10-vuotisten joukkolainojen liikkeeseenlaskun koko on vuodesta 1999 alkaen ollut keskimäärin lähes kaksi kertaa suurempi kuin Saksan valtion joukkolainojen liikkeeseenlaskun koko ja myös suurempi kuin minkä muun tahansa EU:n jäsenvaltion liikkeeseenlaskemat joukkolainat. Saatavilla olevien tietojen mukaan kaupankäyntimäärät Yhdysvaltain valtiokonttorin käteismarkkinoilla ovat myös moninkertaiset verrattuna vastaavien euroalueen markkinoiden kaupankäyntimääriin, sillä euroalueella likviditeetti on siirtynyt johdannaissegmenttiin. Korkea likviditeetti on yksi seikoista, jotka vaikuttavat Yhdysvaltain valtiokonttorin näkyvään ja etusijaiseen asemaan maailmanlaajuisessa rahoitusjärjestelmässä (tätä tukee se seikka, että Yhdysvaltain dollari on ainoa kansainvälinen varantovaluutta). Tämä lisää yhteisösjoiittajien kiinnostusta. Vakausjoukkolainojen mukanaan tuomat suuremmat liikkeeseenlaskumäärät ja likvidimmät jälkimarkkinat vahvistaisivat näin ollen euron asemaa kansainvälisenä varantovaluuttana.

1.3. Ennakkoedellytykset

Vaikka vakausjoukkolainat tarjoisivat huomattavaa etua rahoitusvakauden ja taloudellisen tehokkuuden kannalta, olisi olennaisen tärkeää pyrkiä ratkaisemaan mahdolliset epäkohdat. Tämän vuoksi olisi täytettävä tärkeitä taloudellisia, oikeudellisia ja teknisiä ennakkoedellytyksiä. Jäljempänä keskustellaan näistä ennakkoedellytyksistä, jotka edellyttäisivät perussopimuksen muutoksia ja huomattavia mukautuksia EMUn ja Euroopan unionin institutionaaliseen rakenteeseen.

1.3.1. Moraalikadon vähentäminen

Vakausjoukkolainat eivät saa johtaa euroalueen jäsenvaltioiden budjettikurin heikkenemiseen. Euroon siirtymisen jälkeistä ajanjaksoa on leimannut epäjohtonmukaisuus osallistuvien jäsenvaltioiden finanssipolitiikkaan kohdistuvassa markkinakurissa. Kymmenen vuoden ajan euroon siirtymisen jälkeen joukkolainojen tuotot lähentyivät euroalueella huomattavasti toisiaan, mikä näin jälkikäteen ajateltuna ei johtunut jäsenvaltioiden julkisen talouden tuloksista. Korjausliike vuodesta 2009 lähtien on ollut jyrkkä, ja jonkinlaiset ylilyönnit ovat mahdollisia. Epäjohtonmukaisuudesta huolimatta viimeaikaisempi kokemus

on osoittanut, että markkinat voivat pitää kansallista finanssipolitiikkaa kurissa euroalueella. Joissakin vakausjoukkolainojen muodoissa tällainen kuri vähenisi tai katoaisi jopa kokonaan, kun euroalueen jäsenvaltiot yhdistäisivät julkisen velkansa luottoriskin kokonaan tai osittain, mikä merkitsisi moraalikadon riskiä. Yhteiseen liikkeeseenlaskuun liittyy moraalikato, koska kaikki osallistujat joutuisivat jakamaan luottoriskin, joka johtuu finanssipolitiikan kurinalaisuuden puutteesta yksittäisessä jäsenvaltiossa.

Koska vakausjoukkolainojen liikkeeseenlasku saattaisi heikentää markkinakuria, tarvittaisiin huomattavia muutoksia euroalueen talouden ohjausjärjestelmään. Uudet suojaustoimenpiteet olisivat aiheellisia julkisen talouden kestävyysvarmistamiseksi. Suojaustoimenpiteissä pitäisi keskittyä budjettikurin lisäksi talouden kilpailukykyyn (ks. 3 jakso). Vaikka talouden ohjausjärjestelmää koskevan uuden paketin hyväksyminen tarjoaa jo hyvän suojan, jota on tarkoitus vielä lisätä uusilla 136 artiklaan perustuvilla asetuksilla⁹, vakausjoukkolainojen yhteydessä on ehkä mentävä vielä pidemmälle – eritoten, jos luottoriski on tarkoitus yhdistää. Jos vakausjoukkolainoja pidettäisiin keinona kiertää markkinakuria, niiden hyväksyttävyyttä jäsenvaltioiden ja sijoittajien keskuudessa vaarantuisi.

Vaikka varovainen finanssipolitiikka hyvinä aikoina ja uralta poikkeamisen nopea korjaaminen ovat vastuullisen, vakauteen suuntautuneen politiikanteon ytimessä, kokemus on osoittanut, että makrotalouden laajemmalla epätasapainolla, mukaan lukien kilpailukykyyn heikkeneminen, voi olla hyvin tuhoisa vaikutus julkiseen talouteen. Vakausjoukkolainojen käyttöönoton edellyttämää tiukempaa politiikankoordinoitua tarvitaan sen vuoksi myös makrotalouden haitallisen epätasapainon välttämiseksi ja korjaamiseksi.

Varmistetaan korkea luottokelpoisuus ja se, että kaikki jäsenvaltiot hyötyvät vakausjoukkolainoista

Sijoittajien hyväksynnän saamiseksi vakausjoukkolainoilla pitäisi olla korkea luottokelpoisuus. Vakausjoukkolainat olisi suunniteltava ja laskettava liikkeeseen siten, että sijoittajat pitäisivät niitä hyvin turvallisena sijoituksena. Vakausjoukkolainojen hyväksymistä ja menestymistä auttaisi näin ollen paljon, jos vakausjoukkolainat saisivat korkeimman mahdollisen luottoluokituksen. Alhainen luottoluokitus vaikuttaisi kielteisesti hinnoitteluun (sillä tuotto kasvaisi) ja sijoittajien halukkuuteen hankkia riittävän suuret osuudet liikkeeseenlaskusta. Näin kävisi erityisesti, jos jäsenvaltiot jatkaisivat kansallista AAA-luottoluokituksen saanutta liikkeeseenlaskua, ja tällainen liikkeeseenlasku olisi yhtäaikaista ja kilpailisi vakausjoukkolainojen kanssa. Korkeaa luottokelpoisuutta myös tarvittaisiin, jotta vakausjoukkolainoista saataisiin muodostettua kansainvälinen viitearvo, ja voitaisiin tukea asiaan liittyvien futuuri- ja optiomarkkinoiden kehitystä ja tehokasta toimintaa¹⁰. Tältä osin vakausjoukkolainojen rakenteen olisi oltava tarpeeksi avoin, jotta kaikki sijoittajat voisivat hinnoitella vakausjoukkolainojen saamat takaukset. Muutoin on riski, että sijoittajat

⁹ Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi julkista taloutta koskevien suunnitelmien seurantaa ja arviointia sekä euroalueen jäsenvaltioiden liiallisen alijäämän tilanteen korjaamisen varmistamista koskevista yhteisistä säännöksistä. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi julkista taloutta koskevien suunnitelmien seurantaa ja arviointia sekä euroalueen jäsenvaltioiden liiallisen alijäämän tilanteen korjaamisen varmistamista koskevista yhteisistä säännöksistä.

¹⁰ ERVV:n joukkovelkakirjojen luottoluokituksesta saadut kokemukset ovat osoittaneet, että joukkovelkakirjalle saatiin osallistuvien jäsenvaltioiden antamat keskimääräiset takaukset ylittävää luottoluokitus erilaisilla keinoilla, kuten käteispuskureiden pitäminen hallussa, tappiot kattava pääoma ja ylisuurten takauksien hankkiminen liikkeeseenlaskun kokoon verrattuna. Vaikka nämä osatekijät ovat olleet monimutkaisia hallittavia ERVV:n tapauksessa, ne saattavat osoittautua hyödylliseksi vakausjoukkolainojen luottoluokituksen parantamisessa.

suhtautuisivat epäluulisesti uuteen instrumenttiin ja että tuotot olisivat paljon korkeampia kuin nykyiset tuotot niiden jäsenvaltioiden osalta, joilla on parempi luottokelpoisuus.

Korkean luottokelpoisuuden saavuttaminen on myös tärkeää sen varmistamiseksi, että kaikki euroalueen jäsenvaltiot hyväksyvät vakausrakenteen. Yksi avainkysymyksistä on, kuinka riskit ja edut jaetaan jäsenvaltioiden kesken. Joissakin vakausrakenteiden muodoissa jäsenvaltiot, joilla on nykyisin keskimääräistä alhaisempi luottoluokitus, hyötyisivät alhaisemmista rahoituskustannuksista, kun taas niille jäsenvaltiolle, joilla jo on korkea luottoluokitus, saattaisi aiheutua jopa nettotappioita, jos riskin yhdistymisestä aiheutuvat vaikutukset painaisivat vaakakupissa enemmän kuin positiiviset likviditeettivaikutukset. Näin ollen niiden jäsenvaltioiden, joilla jo nykyisin on AAA-luottoluokitus, saaminen vakausrakenteiden kannalle vaatisi varmistusta siitä, että uusi väline saisi yhtä korkean luottokelpoisuuden ja että tämän ansiosta tällaisten jäsenvaltioiden velanrahoituskustannukset eivät kasvaisi. Kuten on jo todettu, tämä puolestaan riippuisi moraalikadon menestyksekkäästä vähentämisestä. Vakausrakenteiden hyväksyminen saattaisi helpottaa tätäkin enemmän, jos jotkin rahoitusedut jaettaisiin jonkinlaisella mekanismilla korkeamman luottoluokituksen ja alhaisemman luottoluokituksen jäsenvaltioiden kesken (ks. kehys 2).

Vakausrakenteiden luottoluokitus riippuisi ennen kaikkea osallistuvien jäsenvaltioiden luottokelpoisuudesta ja perustana olevasta takaurakenteesta¹¹.

- Erillisvastuullisissa (ei-yhteisvastuullisissa) takauksissa kukin takauksen myöntävä jäsenvaltio vastaisi vakausrakenteeseen sisältyvistä omista sitoumuksistaan erityisen jakoperusteen mukaisesti¹². Edellyttäen, että jäsenvaltiot hankkisivat edelleen erityisiä luottoluokituksia, suuren jäsenvaltion luottoluokituksen aleneminen johtaisi hyvin todennäköisesti vakausrakenteen luottoluokituksen vastaavaan alenemiseen, vaikkei tämä välttämättä vaikuttaisi muiden jäsenvaltioiden luottoluokituksiin. Koska tätä nykyä ainoastaan kuudella euroalueen jäsenvaltiolla on AAA-luottoluokitus, vakausrakenteena ei todennäköisimmin saisi AAA-luottoluokitusta, jos sillä olisi tällainen takaurakenne, ja sen luottoluokaksi saattaisi jopa tulla sama luottoluokitus kuin alhaisemman luottoluokituksen jäsenvaltioilla, jollei sitä tuettaisi luottoluokituksen parantamisjärjestelyillä.
- Erillisvastuullisia (ei-yhteisvastuullisia) takauksia voitaisiin parantaa senioriteettijärjestelyillä ja vakuuksilla. Tällöin kukin takauksen myöntävä jäsenvaltio olisi edelleen vastuussa omasta osuudestaan vakausrakenteen liikkeeseenlaskusta. Sen varmistamiseksi, että vakausrakenteet maksettaisiin aina takaisin, myös maksukyvyttömyystapauksessa, jäsenvaltiot voisivat harkita monenlaisia luottoluokituksen parantamisjärjestelyjä. Ensinnäkin vakausrakenteiden liikkeeseenlaskuun voitaisiin soveltaa etuoikeusasemaa. Toiseksi vakausrakenteet voitaisiin vakuudellistaa osittain (esimerkiksi käyttäen käteistä, kultaa, julkisten yhtiöiden osakkeita jne.). Kolmanneksi voitaisiin korvamerkitä erityisiä tulovirtoja kattamaan vakausrakenteisiin liittyvät velanhoidokustannukset. Tämän tuloksena vakausrakenteet saisivat AAA-luottoluokituksen, mutta huonomman luottoluokituksen jäsenvaltioiden kansallisten joukkolainojen luottoluokitukset todennäköisesti heikkenisivät suhteellisesti.
- Yhteisvastuullisissa takauksissa kukin takauksen myöntävä jäsenvaltio vastaisi omasta osuudestaan vakausrakenteen liikkeeseenlaskusta mutta sen lisäksi myös minkä tahansa

¹¹ Tässä jaksossa ilmaisuja *erillisvastuullinen takaus* ja *yhteisvastuullinen takaus* käytetään taloudellisessa mielessä, joka ei ehkä ole sama kuin niiden oikeudellinen määritelmä.

¹² Esimerkiksi EU:n talousarvio tai EKP:n merkityn pääoman jakoperuste.

muun sellaisen jäsenvaltion osuudesta, joka ei täyttäisi velvollisuuksiaan¹³. Tässäkään takausrakenteessa ei voida täysin sulkea pois sitä mahdollisuutta, että vakausjoukkolainojen luottoluokitukseen kohdistuu vaikutuksia, jos pieni joukko AAA-luottoluokituksen saaneita jäsenvaltioita joutuisi takaamaan hyvin suuret määrät muiden, alhaisemman luottoluokituksen saaneiden jäsenvaltioiden sitoumuksia. On myös riski, että äärimmäisessä tilanteessa saattaisi käynnistyä luottoluokitusten alenemiskierre, sillä AAA-luottoluokituksen saaneen suurehkon jäsenvaltion luottoluokituksen aleneminen saattaisi esimerkiksi johtaa vakausjoukkolainan luottoluokituksen alenemiseen, millä puolestaan saattaisi olla negatiivinen vaikutus muiden osallistuvien jäsenvaltioiden luottoluokituksiin. Sen varmistamiseksi, että osallistuvien jäsenvaltioiden keskuudessa säilyy budjettikuri, olisi näin ollen olennaista toteuttaa tarkoituksenmukaisia suojaustoimenpiteitä talouden ohjausjärjestelmää tiukentamalla (ja antamalla vakausjoukkolainoille mahdollisesti etuoikeusasema kansallisiin joukkolainoihin nähden, jos kansallisia joukkolainoja edelleen laskettaisiin liikkeeseen).

Kehys 2: Rahoitusetujen mahdollinen jako jäsenvaltioiden kesken

Vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskuun liittyvä moraalikadon riski voitaisiin ehkä pystyä poistamaan mekanismilla, jolla jotkin vakausjoukkolainan liikkeeseenlaskun tuomat rahoitusedut jaettaisiin korkeamman luottoluokituksen ja alhaisemman luottoluokituksen jäsenvaltioiden kesken. Tällaisella mekanismilla vakausjoukkolainojen liikkeeseenlasku saataisiin hyödyttämään kaikkia euroalueen jäsenvaltioita. Tätä voitaisiin demonstroida esimerkillä, jossa on kaksi jäsenvaltiota:

¹³

Tällaisessa tilanteessa maksuvelvollisuutensa laiminlyönyt jäsenvaltio jäisi kuitenkin velkaa muille osallistuville jäsenvaltioille.

Molempien jäsenvaltioiden valtionvelka on noin 2 miljardia euroa. Jäsenvaltio A maksaa tuottoa 2 prosenttia mutta jäsenvaltio B 5 prosenttia kansallisesta liikkeeseenlaskusta, jonka juoksuaika on 5 vuotta. Vakausjoukkolainan liikkeeseenlaskusta molemmat jäsenvaltiot saisivat täyden rahoituksen 5 vuoden juoksuajalla ja 2 prosentin korolla. Vakausjoukkolainan liikkeeseenlaskusta jaettaisiin 50 prosenttia kummallekin jäsenvaltiolle.

Osa rahoitusedusta, jonka jäsenvaltio B saisi vakausjoukkolainan liikkeeseenlaskusta, voitaisiin jakaa jäsenvaltiolle A. Jäsenvaltio A voisi esimerkiksi saada 100 peruspisteen alennuksen, joka rahoitettaisiin jäsenvaltion B 300 peruspisteen preemiosta. Näin ollen vakausjoukkolainalla rahoitettaisiin jäsenvaltiota A 1 prosentin tuotolla ja jäsenvaltiota B 3 prosentin tuotolla. Molempien jäsenvaltioiden rahoituskustannukset alenisivat kansalliseen liikkeeseenlaskuun verrattuna.

Sanomattakin on selvää, että vakausjoukkolainasta saatavien etujen sisäisen jaolle olisi luotava mekanismi, ja tämä mekanismi liittyisi julkisen talouden suhteelliseen tulokseen euroalueen talouden ohjausjärjestelmän yhteydessä.

1.3.2. Johdonmukaisuuden varmistaminen EU:n perussopimuksen kanssa

Johdonmukaisuus EU:n perussopimuksen kanssa olisi olennaisen tärkeää sen varmistamiseksi, että vakausjoukkolainat saadaan menestyksekkäästi käyttöön. Ensinnäkään vakausjoukkolainat eivät saa rikkoa perussopimuksessa olevaa kieltoa jäsenvaltioiden ”pelastamisesta”. Se, ovatko vakausjoukkolainat nykyisen perussopimuksen mukaisia, riippuu siitä, millaiseen muotoon vakausjoukkolainoissa päädytään. Osa vaihtoehdoista edellyttäisi perussopimuksen asianomaisten määräysten muuttamista. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 125 artiklassa kielletään jäsenvaltioita ottamasta vastatakseen toisen jäsenvaltion sitoumuksia.

Vakausjoukkolainojen liikkeeseenlasku yhteisvastuullisin takauksin johtaisi nykyisistä lähtökohdista siihen, että pelastamista koskevaa kieltoa rikottaisiin. Tällaisessa tilanteessa jäsenvaltiota pidettäisiin vastuullisena riippumatta siitä, mikä sen tavanomainen jakoperuste on, jos toinen jäsenvaltio ei pystyisi noudattamaan rahoituksellisia sitoumuksiaan. Perussopimuksen muuttaminen olisi tällöin tarpeen. Tämä voitaisiin tehdä yksinkertaistetulla menettelyllä, jos euroalueelle perustettaisiin yhteinen velkakonttori hallitusten välisellä kehyksellä, mutta todennäköisimmin jouduttaisiin turvautumaan tavanomaiseen menettelyyn, jos velkakonttori perustettaisiin suoraan EU:n lainsäädännön nojalla, sillä se laajentaisi EU:n toimivaltuuksia. Jollei perussopimukseen sisällytetä erityistä perustaa, EU:n lainsäädäntöön pohjautuva lähestymistapa vaatisi todennäköisesti, että sovellettaisiin SEUT-sopimuksen 352 artiklaa, jossa edellytetään neuvoston yksimielistä ratkaisua ja Euroopan parlamentin hyväksyntää. Vakausjoukkolainojen liikkeeseenlasku ja sen onnistumisen edellyttämä tiukempi taloudellinen ja finanssipoliittinen koordinointi vaatisi myös todennäköisimmin tuntuvia muutoksia useiden jäsenvaltioiden kansalliseen lainsäädäntöön¹⁴.

Vakausjoukkolainojen liikkeeseenlasku erillisvastuullisin takauksin, jotka eivät siis olisi yhteisvastuullisia, olisi mahdollista perussopimuksen voimassa olevien määräysten nojalla. Euroopan vakausmekanismin (EVM) hyväksyttyä lainanantovolyyymia voitaisiin esimerkiksi korottaa huomattavasti ja muuttaa lainanannon edellytyksiä siten, että mekanismin sallittaisiin jälleenlainata markkinoilta lainatut määrät kaikille euroalueen

¹⁴ Esimerkiksi Saksan perustuslakituomioistuimen 7. syyskuuta 2011 tekemässä päätöksessä kielletään Saksan lainsäädäntöelintä luomasta pysyvää mekanismia, ”joka johtaisi vastuun ottamiseen muiden jäsenvaltioiden vapaaehtoisista päätöksistä, erityisesti jos näiden päätösten vaikutuksia on vaikea määritellä”. Päätöksessä myös edellytetään, että hallitustenvälisessä hallintojärjestelmässä peruslaatuisten finanssipoliittikkaa koskevien päätösten on pysyttävä parlamentin valvonnassa.

jäsenvaltioille. Tämä voitaisiin tehdä SEUT-sopimuksen 125 artiklan kanssa yhdenmukaisella tavalla edellyttäen, että EVM:iin liitetyn jakoperusteen määräsuhteinen (pro-rata) luonne pysyy ennallaan. Samaa perustelua sovellettaisiin mahdollisen yhteisen velkakonttorin liikkeeseenlaskuihin. Velkakonttorin sitoumukset olisivat tiukasti määräsuhteisia.

Perussopimusta olisi myös muutettava, jos käyttöön haluttaisiin ottaa huomattavasti nykyistä pidemmälle menevämpi euroalueen talouden ohjausjärjestelmä. Riippuen vakausjoukkolainojen erityispiirteistä osallistuvien jäsenvaltioiden finanssipolitiikan ja talouden ohjausta ja hallintaa sekä seurantaan olisi tiukennettava moraalikadon estämiseksi. Jos ohjaukseen ja hallintaan tehtäisiin vielä enemmän laadullisia muutoksia kuin 23. marraskuuta annettuun pakettiin sisältyvissä ehdotuksissa, tämä todennäköisesti edellyttäisi perussopimuksen muutoksia. Jaksossa 3 tarkastellaan tarkemmin vaihtoehtoja, joilla finanssipolitiikan ohjausjärjestelmää voitaisiin tiukentaa.

2. ERILAISIA VAIHTOEHTOJA VAKAUSJOUKKOLAINOJEN LIIKKEESEENLASKUSSA

Vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskuun on esitetty useita eri vaihtoehtoja, eritoten euroalueen valtionvelkakriisin puhkeamisen jälkeen. Nämä vaihtoehdot voidaan yleisesti ottaen ryhmitellä kolmeen erilaiseen laajaan lähestymistapaan sen perusteella, missä määrin kansallinen liikkeeseenlasku korvataan (kokonaan vai osittain) ja mikä on perusteena olevan takauksen luonne (yhteisvastuullinen vai erillisvastuullinen). Nämä kolme laajaa lähestymistapaa ovat seuraavat¹⁵:

- (1) kansallisen liikkeeseenlaskun korvaaminen kokonaan vakausjoukkolainoilla ja yhteisvastuullisilla takauksilla;
- (2) kansallisen liikkeeseenlaskun korvaaminen osittain vakausjoukkolainoilla ja yhteisvastuullisilla takauksilla; ja
- (3) kansallisen liikkeeseenlaskun korvaaminen osittain vakausjoukkolainoilla ja erillisvastuullisilla (eli ei-yhteisvastuullisilla) takauksilla.

Tässä jaksossa arvioidaan kutakin lähestymistapaa 1 jaksossa kuvattujen etujen ja ennakkoodellistusten kannalta.

2.1. Lähestymistapa nro 1: Kansallisen liikkeeseenlaskun korvaaminen kokonaan vakausjoukkolainoilla ja yhteisvastuullisilla takauksilla

Tässä lähestymistavassa euroalueen valtiollinen rahoitus korvattaisiin kokonaan vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskulla ja kansallinen liikkeeseenlasku lopetettaisiin. Jäsenvaltiot voisivat laskea liikkeeseen vakausjoukkolainoja hajautetulta perustalta koordinaatiomenettelyn turvin, mutta järjestelystä saataisiin tehokkaampi, jos perustettaisiin euroalueen velkakonttori¹⁶. Tämä keskitetty velkakonttori laskisi vakausjoukkolainoja liikkeeseen markkinoilla ja jakaisi tulot jäsenvaltioille niiden rahoitustarpeiden perusteella. Samalta perustalta velkakonttori hoitaisi vakausjoukkovelkakirjojen velanhoidon keräämällä jäsenvaltioilta korko- ja pääomamaksut. Vakausjoukkolainat laskettaisiin liikkeeseen kaikkien euroalueen jäsenvaltioiden myöntämin yhteisvastuullisin takauksin, mikä merkitsisi niiden luottoriskin yhdistämistä. Kun otetaan huomioon takauksien yhteisvastuullinen luonne,

¹⁵ Neljäs lähestymistapa olisi myös mahdollinen. Siinä kansallinen liikkeeseenlasku korvattaisiin kokonaan vakausjoukkolainoilla ja erillisvastuullisilla takauksilla (ei siis yhteisvastuullisilla takauksilla). Tätä vaihtoehtoa ei ole kuitenkaan harkittu, sillä se eroaisi olennaisesti nykyisistä liikkeeseenlaskujärjestelyistä. Lisäksi voitaisiin luoda hybridmalleja, esimerkiksi velkasitoumuksiin sovellettaisiin erillisvastuullisia takauksia, joihin yhdistettäisiin rajallinen yhteinen takaus lyhytaikaisten likviditeettivajeiden kattamiseksi.

¹⁶ Ks. 4 jakso, jossa tarkastellaan keskitetyn ja hajautetun liikkeeseenlaskun etuja ja haittoja.

suurempien euroalueen jäsenvaltioiden luottoluokitus olisi todennäköisimmin ratkaiseva vakaussjoukkolainan luottoluokituksen määrittelyssä. Tämä antaisi olettaa, että vakaussjoukkolainalla, joka laskettaisiin nykyhetkellä liikkeeseen, voitaisiin odottaa olevan korkea luottoluokitus. Vakaussjoukkolainoihin sisällytettävien ristiintakauksien rakennetta sekä vaikutuksia luottoluokitukseen ja tuottoihin olisi kuitenkin analysoitava perusteellisemmin.

Tällainen lähestymistapa olisi tehokkain vakaussjoukkolainojen liikkeeseenlaskun etujen tuoja. Jos kansallinen liikkeeseenlasku korvattaisiin kokonaan vakaussjoukkolainoilla, kaikkien jäsenvaltioiden jälleenrahoitus olisi taattu kokonaisuudessaan riippumatta niiden julkisen talouden tilanteesta. Tällä tavoin voitaisiin poistaa joidenkin jäsenvaltioiden nykyhetkellä kokemia vakavia likviditeettirajoituksia ja välttää niiden uusiutuminen voitaisiin vastaisuudessa. Tällaisen lähestymistavan avulla luotaisiin myös hyvin laajat ja yhtenäiset vakaussjoukkolainojen markkinat, joilla syntyisi merkittäviä etuja sekä likviditeetin ja että likviditeettiriskipreemioiden alenemisen suhteen. Uudet vakaussjoukkolainat toimisivat euroalueen yhteisenä viitejoukkolainana ja tarjoaisivat siten tehokkaamman viitekehyksen riskinhinnoitteluun koko euroalueen rahoitusjärjestelmässä. Kaikkien jäsenvaltioiden rahoituslaitokset saisivat käyttöönsä korkealaatuiset valtioihin liittyvät vakuudet ja tämän myötä yhteisen liikkeeseenlaskun edut saataisiin maksimoitua lisäämällä euroalueen rahoitusjärjestelmän häiriönsietokykyä ja rahapolitiikan välittymistä. Tämän lähestymistavan mukaiset vakaussjoukkolainat tarjoaisivat maailmanlaajuiselle rahoitusjärjestelmälle Yhdysvaltojen valtion joukkolainojen markkinoiden rinnalla toiset tukena ja turvana toimivat markkinat, jotka olisivat siis kokonsa ja likviditeettinsä puolesta verrattavissa kyseisiin Yhdysvaltojen markkinoihin ja olisivat siten tehokkain keino edistää euron kansainvälistä asemaa.

Samaan aikaan tähän lähestymistapaan sisältyisi eri lähestymistavoista kaikkein suurin moraalikadon riski. Jäsenvaltiot pystyisivät toimimaan vapaamatkustajina, vaikka toiset jäsenvaltiot säilyttäisivät omalta osaltaan kurin, eikä niiden rahoituskustannuksiin koituisi tästä mitään seurauksia. Näin ollen tähän lähestymistapaan olisi liitettävä hyvin tiukka kehys, jolla varmistettaisiin kansallisella tasolla budjettikuri, talouden kilpailukyky ja makrotalouden epätasapainon vähentäminen. Tällainen kehys edellyttäisi tuntuva etenemistä taloudellisessa, rahoituksellisessa ja poliittisessa yhdentymisessä nykyiseen tilanteeseen verrattuna. Ilman tällaista kehystä olisi kuitenkin epätodennäköistä, että tämä kunnianhimoinen lähestymistapa vakaussjoukkolainojen liikkeeseenlaskuun johtaisi sellaiseen tulokseen, jonka jäsenvaltiot ja sijoittajat voisivat hyväksyä. Ottaen huomioon, että vakaussjoukkolainoilla olisi yhteisvastuulliset takaukset ja että perusteena olevan budjettikurin ja talouden kilpailukykyyn kehysten olisi oltava tiukka, tällainen lähestymistapa vakaussjoukkolainojen liikkeeseenlaskuun edellyttäisi lähes varmasti perussopimuksen muutoksia.

Tässä lähestymistavassa pitäisi ratkaista, kuinka laaja-alaisesti määriteltäisiin julkisyhteisöjen velka, joka laskettaisiin liikkeeseen vakaussjoukkolainojen välityksellä. Useissa jäsenvaltioissa joukkolainoja eivät laske liikkeeseen ainoastaan keskushallinnot vaan myös alueet tai kunnat¹⁷. Periaatteessa mukaan voitaisiin sisällyttää myös valtiontasoa alemman tason liikkeeseenlasku. Ilmeinen etu olisi se, että markkinoiden vakauteen, likviditeettiin ja yhdentymiseen liittyvä potentiaalinen hyöty olisi suurempi. Tämä olisi johdonmukaista myös sen kanssa, miten EU suhtautuu finanssipolitiikan valvontaan, sillä valvonta kattaa kaikkien julkisyhteisöjen velat ja alijäämät. Toisaalta se, että yhdistettäisiin ainoastaan keskushallintojen liikkeeseenlaskut, saattaisi saada aikaan avoimemman ja turvallisemman järjestelyn. Keskushallintoon liittyvät tiedot ovat yleensä helpommin

¹⁷ Tämä koskee erityisesti Saksaa ja vähäisemmässä määrin Espanjaa ja Ranskaa.

saatavilla, mikä ei aina päde paikallisviranomaisiin. Lisäksi liikkeeseenlasku kattaisi ainoastaan sellaiset alijäämät, jotka ovat täysin keskushallintojen valvonnassa. Puhtaasti markkinoiden näkökulmasta tällaiset vakausjoukkolainat korvaisivat ainoastaan laajalti tunnetut keskushallinnon joukkolainat, mikä helpottaisi uusien vakausjoukkolainojen arviointia ja arvostamista¹⁸.

Tässä lähestymistavassa asteittainen käyttöönotto voitaisiin toteuttaa eri tavoin riippuen siitä, kuinka nopeasti käyttöönoton halutaan tapahtuvan. Jos käyttöönotto tehtäisiin asteittain mutta nopeutetusti, uudet liikkeeseenlaskut tehtäisiin ainoastaan vakausjoukkolainoina ja liikkeessä olevat valtion joukkolainat voitaisiin muuttaa uusiksi vakausjoukkolainoiksi, eli tietty määrä kansallisia valtion joukkolainoja voitaisiin vaihtaa uusiksi vakausjoukkolainoiksi. Tämän vaihtoehdon tärkein etu olisi se, että luotaisiin lähes heti likvidit markkinat, joilla olisi täydellinen viitetuottokäyrä. Perinteisten joukkolainojen takaisinosto myös helpottaisi hyvin velkaantuneiden ja korkeaa korkoa maksavien jäsenvaltioiden nykyisiä akuutteja rahoitusongelmia. Tällainen operaatio saattaa kuitenkin olla monimutkainen ja vaatisi muuntokurssin huolellista kalibrointia markkinahäiriöiden minimoimiseksi. Vaihtoehtona olisi asteittäisempi järjestelmä eli kunkin jäsenvaltion uusi bruttolikkeeseenlasku tapahtuisi kokonaan tai ehkä vain osittain vakausjoukkolainoina, kun taas liikkeessä olevat euroalueen valtion joukkolainat jäisivät kiertoon jälkimarkkinoilla. Näin markkinat voisivat totutella uuteen instrumenttiin vähitellen ja kehittää analyyttisiä välineitä ja hinnoitteluvälineitä, mikä vähentäisi markkinahäiriöiden riskiä. Tässä vaihtoehdossa vakausjoukkolainamarkkinoiden valmiiksi saattaminen kestäisi kuitenkin useita vuosia (riippuen liikkeessä olevien joukkolainojen juoksuajoista), mikä hidastaisi mahdollisten etujen saamista. Liikkeessä olevien perinteisten joukkolainojen segmentti pienenesi vähitellen, sillä se korvaantuisi vakausjoukkolainoilla ja uusilla kansallisilla joukkolainoilla. Tämän segmentin kokonaislikviditeetti vähenisi ajan mittaan ja sen myötä perinteisten joukkolainojen likviditeettipremio saattaisi asteittain nousta.

Koska perussopimusta pitäisi muuttaa, tämän lähestymistavan toteuttaminen saattaisi kestää huomattavan kauan.

2.2. Lähestymistapa nro 2: Kansallisen liikkeeseenlaskun korvaaminen osittain vakausjoukkolainoilla ja yhteisvastuullisilla takauksilla

Tässä lähestymistavassa vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskua tuettaisiin yhteisvastuullisilla takauksilla, mutta vakausjoukkolainoilla korvattaisiin ainoastaan rajallinen osa kansallisesta liikkeeseenlaskusta. Sille osalle liikkeeseenlaskua, jota ei tehtäisi vakausjoukkolainoilla, myönnettäisiin edelleen kansalliset takaukset. Tätä lähestymistapaa yhteiseen liikkeeseenlaskuun on alettu nimittää ”sinipunaiseksi lähestymistavaksi”¹⁹. Tämän myötä euroalueen valtion joukkolainamarkkinat koostuisivat kahdesta erillisestä osasta:

- *Vakausjoukkolainat* (”siniset joukkolainat”): Vakausjoukkolainojen liikkeeseenlasku tapahtuisi ainoastaan ennakoon määrätyissä rajoissa, eikä sillä siis välttämättä katettaisi kaikkien jäsenvaltioiden kaikkia jälleenrahoitustarpeita. Joukkolainoilla olisi

¹⁸ Tämä vakausjoukkolainojen kapea soveltamisala merkitsisi, että jäsenvaltioiden olisi sitouduttava siihen, etteivät ne laskisi liikkeeseen omia kansallisia tai muita itsemääräämisoikeudellisia joukkolainoja, mukaan lukien niiden valtiontasoa alemmat yksiköt, jos ne on sisällytetty yhteisen liikkeeseenlaskun järjestelmään.

¹⁹ Ks. Delpla, J. ja von Weizsäcker, J. (2010). Velkakatoksi ehdotettiin 60 prosenttia suhteessa BKT:hen Maastrichtin perusteiden mukaisesti.

yhteisvastuulliset takaukset, ja ne merkitsisivät yhtenäistä jälleenrahoituskorkoa kaikille jäsenvaltioille²⁰.

- *Kansalliset valtioiden joukkolainat* ("punaiset joukkolainat"). Loput jäsenvaltioiden talousarvioiden rahoittamiseksi tarvittavasta liikkeeseenlaskusta tehtäisiin kansallisella tasolla kansallisin takauksin. Tämän seurauksena kansalliset joukkolainat olisivat ainakin tosiasiallisesti vakausjoukkolainoja heikommassa etuoikeusasemassa, sillä vakausjoukkolainoilla olisi yhteisvastuulliset takaukset²¹. Kunkin jäsenvaltion kansallisen liikkeeseenlaskun koko riippuisi vakausjoukkolainojen yhteisen liikkeeseenlaskun sovitusta suuruudesta ja asianomaisen jäsenvaltion kaiken kaikkisista jälleenrahoitustarpeista. Riippuen näiden kansallisten jäljelle jääneiden joukkolainamarkkinoiden koosta ja liikkeeseenlaskuista sekä maan luottoluokituksesta näillä kansallisilla joukkolainoilla olisi omat maakohtaiset likviditeetti- ja luottopiirteensä ja sen mukaisesti erilaiset markkinatuotot, myös sen vuoksi, että valtion luottoriski keskittyisi suurimmaksi osaksi kansallisiin joukkolainoihin, mikä kasvattaisi luottoriskiä²². Kansalliseen liikkeeseenlaskuun kohdistuva suurentunut markkinapaine huolehtisi markkinakurista.

Keskeistä tässä lähestymistavassa olisivat ne erityiset perusteet, joilla määriteltäisiin vakausjoukkolainojen ja kansallisen liikkeeseenlaskun suhteelliset osuudet. Tärkeimmät vaihtoehdot olisivat seuraavat:

- *Yksinkertainen sääntöperusteinen järjestelmä*: Kunkin jäsenvaltio olisi esimerkiksi oikeutettu sellaiseen osuuteen vakausjoukkolainoista, joka vastaisi tiettyä prosenttiosuutta suhteessa sen BKT:hen. Tässä voitaisiin ehkä käyttää perussopimuksen mukaista 60 prosentin kriteeriä. Erityisen tärkeää olisi pohtia, mikä osuus riskistä keskittyisi kansalliseen (ja heikommassa etuoikeusasemassa olevaan) osaan. Tämä osa riippuisi yhteisen liikkeeseenlaskun koosta (mitä suurempi vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskun osuus olisi, sitä suuremmassa määrin riski keskittyisi kansalliseen liikkeeseenlaskuun). Jottei luottoriski keskittyisi liikaa kansalliseen liikkeeseenlaskuun samalla kun yhteisen liikkeeseenlaskun avulla päästäisiin kuitenkin likviditeettietuihin, saattaisi olla aiheellista määrittää tämä katto varovaisemmalle tasolle.
- *Joustavampi järjestelmä, joka olisi kytköksissä politiikan noudattamiseen*: Vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskun jäsenvaltiokohtainen enimmäismäärä voitaisiin vahvistaa edellä esitetyllä tavalla, mutta tietyn hetken katto liittyisi siihen, onko jäsenvaltio noudattanut euroalueen ohjausjärjestelmän sääntöjä ja suosituksia. Noudattamatta jättämisestä olisi seuraamuksena vakausjoukkolainan velkakaton (mahdollisesti automaattinen) alentaminen kyseisen jäsenvaltion osalta (ks. myös 3 jakso). Tällainen järjestelmä toimisi myös vakausjoukkolainojen luottokelpoisuuden puoliautomaattisena vakauttajana, sillä julkisessa taloudessaan alisuoriutuvan jäsenvaltion osuutta alennettaisiin.

²⁰ Kuten lähestymistavassa nro 1, vakausjoukkolainojen liikkeeseenlasku voitaisiin tehdä hajautetulta perustalta, mutta onnistuisi luultavasti tehokkaammin, jos sitä hoitaisi keskitetty velkakonttori.

²¹ Tällainen kansallisten joukkolainojen heikompi etuoikeusasema koskisi ainoastaan niitä kansallisia joukkolainoja, jotka laskettaisiin liikkeeseen vakausjoukkolainojen käyttöönoton jälkeen. Tämä tarkoittaisi sitä, että liikkeessä olevilla vanhoilla tai perinteisillä kansallisilla joukkolainoilla olisi oltava sama asema kuin vakausjoukkolainoilla, sillä niiden aseman muuttaminen merkitsisi teknisesti maksukyvyttömyyttä.

²² Delpla ja von Weizsäcker katsovat, että korkean maksukyvyttömyysriskin vuoksi punaiset joukkolainat olisi pääosin pidettävä pankkijärjestelmän ulkopuolella, sillä ne eivät enää kelpaisi EKP:n rahoitusoperaatioihin ja niihin sovellettaisiin raskaita pääomavaatimuksia pankkijärjestelmässä.

Katon uskottavuus vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskussa olisi olennainen seikka. Kun sinisten joukkolainojen osuus on käytetty, jäsenvaltioiden rahoituskustannukset voisivat nousta tuntuvasti. Tämä voisi johtaa poliittisiin paineisiin nostaa kattoa. Jollei tällaisia paineita vastaan luoda vahvoja suojaustoimenpiteitä, ”pehmeän” katon ennakoiminen mitätöisi suurelta osin sinipunaisen lähestymistavan kurinpitovaikutukset. Riippumatta siitä, millaiset perusteet katon määrittämiselle vahvistettaisiin vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskussa, olisi näin ollen olennaisen tärkeää, että kyseinen katto säilytettäisiin eikä sitä muutettaisi mielivaltaisesti, esimerkiksi poliittisen paineen seurauksena.

Tällainen lähestymistapa vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskuun ei ole niin kunnianhimoinen kuin edellä esitetty täysimittainen liikkeeseenlasku, joten sen taloudelliset ja rahoitukselliset hyödyt ovat vähäisemmät. Koska vakausjoukkolainoilla olisi etuoikeusasema kansallisiin joukkolainoihin ja takausrakenteeseen nähden, niiden luottoriski olisi hyvin alhainen, mikä näkyisi korkeana luottoluokituksena (eli AAA). Vakausjoukkolainojen tuotto olisi sen vuoksi verrannollinen euroalueen nykyisten AAA-luottoluokituksen saaneiden valtioiden joukkolainojen tuottoihin. Tämän seurauksena saavutettaisiin vastaavia etuja euroalueen rahoitusvakauden, rahapolitiikan välittymisen ja euron kansainvälisen aseman osalta, vaikka edut eivät olisi niin suuria kuin kunnianhimoisemmassa lähestymistavassa, jossa kansallinen liikkeeseenlasku korvattaisiin kokonaan vakausjoukkolainoilla. Koska kestäisi todennäköisimmin useita vuosia ennen kuin päästäisiin kohti vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskun sovittua kattoa, kaikilla jäsenvaltioilla voisi käynnistysvaiheessa olla hyvin laaja pääsy rahoitusmarkkinoille vakausjoukkolainojen välityksellä. Näin voitaisiin poistaa joidenkin jäsenvaltioiden mahdollisia likviditeettirajoituksia, mutta tämän ajanjakson aikana aiheutuisi samoja moraalikatoon liittyviä vaikutuksia, joista 2.1 kohdassa on keskusteltu täysimääräisen liikkeeseenlaskun osalta. Kun otetaan huomioon, että viimeksi mainittujen jäsenvaltioiden olisi palattava kansalliseen liikkeeseenlaskuun, kun vakausjoukkolainojen katto saavutetaan, niiden olisi saatava markkinat vakuuttuneiksi, että ne tällä välin toteuttaisivat julkisen talouden mukautukset ja rakenneuudistukset, jotka vaaditaan sijoittajien vakuuttamiseksi ja rahoituksen saamiseksi edelleen markkinoilta käyttöönottojakson jälkeen. Vastikään liikkeeseenlaskettujen kansallisten joukkolainojen tuotot kuitenkin nousisivat kyseisten joukkolainojen heikomman etuoikeusaseman vuoksi. Lopulta, olettaen, että liikkeeseenlaskuista kohtuullisen suuri osa on vakausjoukkolainoja, markkinoiden voitaisiin olettaa olevan likvidit mutta ei niin likvidit kuin jos kaikki liikkeeseenlaskut olisivat vakausjoukkolainoja, sillä yhä liikkeeseenlasketuilla kansallisilla joukkolainoilla olisi myös tietty markkinaosuus.

Toisaalta vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskun ennakkoodellytykset eivät olisi niin sitovat tässä lähestymistavassa. Katon asettaminen vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskulle auttaisi vähentämään moraalikatoa, sillä tietty markkinakuri säilyisi jäljelle jäävän kansallisen liikkeeseenlaskun myötä. Kun vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskun tarkoituksenmukaista kattoa määritetään, moraalikadon, markkinakurin ja tartuntariskin välinen suhde ei kuitenkaan ole mutkaton. Suhteellisen alhainen vakausjoukkolainakatto (mikä merkitsisi, että kansallista liikkeeseenlaskua olisi edelleen huomattava määrä) rajoittaisi moraalikatoa mutta voisi jättää hyvin velkaantuneet jäsenvaltiot alttiiksi riskille, että niiden kansalliseen liikkeeseenlaskuun kohdistuisi tuhoisa maksukyvyttömyys. Tällaiseen tuhoisaan maksukyvyttömyyteen liittyisi koko euroaluetta koskeva tartuntariski. Suhteellisen korkea vakausjoukkolainakatto (mikä merkitsisi, että kansallista liikkeeseenlaskua olisi vähän) merkitsisi suurempaa moraalikadon riskiä mutta mahdollistaisi jäsenvaltion maksukyvyttömyyden vähemmän tuhoisin seurauksin ja vähäisemmällä koko euroaluetta koskevalla tartuntariskillä. Edelleen tarvittaisiin

finanssipoliittisen kurin ja talouden kilpailukyvyyn kansallisella tasolla säilyttävä vankka kehys tukemaan vakausriskien liikkeenlaskua. Tosin tässä lähestymistavassa markkinakuri, jonka kansallisen liikkeenlaskun säilyttäminen toisi mukanaan, saattaisi merkitä itsemääräämisoikeuden vähäisempää siirtymistä kuin lähestymistavassa, jossa vakausriskien liikkeenlaskuun siirryttäisiin kokonaisuudessaan. Samaan aikaan se, millainen katto valittaisiin, määrittäisi vakausriskien todennäköisen luottokelpoisuuden. Suhteellisen alhainen katto tukisi vakausriskien luottokelpoisuutta, sillä se rajoittaisi velan määrää, joka katettaisiin vahvemmillä yhteisvastuullisilla takauksilla²³. Vakausriskien yhteisvastuullinen takaus vaatisi lähes varmasti perussopimuksen muuttamista.

Tässäkin lähestymistavassa asteittainen käyttöönotto voitaisiin toteuttaa eri tavoin riippuen siitä, kuinka nopeasti käyttöönoton halutaan tapahtuvan. Nopeutetussa asteittaisessa käyttöönotossa tietty osuus liikkeessä olevia euroalueen valtion riskienlaskuja korvattaisiin vakausriskienlaskuilla ennakoon määrättyinä päivinä ennakoon määritellyin kertoimin. Näin saataisiin nopeasti luotua kriittinen massa liikkeessä oleville vakausriskienlaskuille ja riittävän likvidit markkinat, joilla on täydellinen viitetuottokäyrä. Se voisi kuitenkin merkitä, että useimmat jäsenvaltiot saavuttaisivat katon siirtymähetkellä ja niiden olisi jatkettava rahoituksen hakemista pääomamarkkinoilta kansallisten riskienlaskujen välityksellä. Nykyisissä markkinaolosuhteissa tämä voisi olla haittapuoli joillekin jäsenvaltioille. Asteittaisemmassa siirtymässä kaikki (tai lähes kaikki) jäsenvaltioiden uudet bruttolikkeenlaskut olisivat vakausriskienlaskuja siihen saakka, kun vakausriskienlaskujen liikkeenlaskun tavoitekatto saavutetaan. Koska useiden vuosien ajan liikkeenlaskuun laskettaisiin ainoastaan (tai lähes ainoastaan) vakausriskienlaskuja, tällä lähestymistavalla helpotettaisiin markkinapainetta ja annettaisiin haavoittuville jäsenvaltioille aikaa toteuttaa uudistuksia. Siirtymäkaudella nousisi kuitenkin esille erityisiä haasteita, sillä hyvin velkaantuneiden maiden lainat ovat tyypillisesti suuria ja niitä on uusittava tiheämmin. Jollei muista järjestelyistä sovita, näiden maiden velka korvaantuisi vakausriskienlaskuilla kattoon saakka keskimääräistä nopeammin, kun taas korvaantuminen kestäisi kauemmin niiden maiden osalta, joiden velka jää katon alapuolelle. Tämän seurauksena yksittäinen riski, jonka mahdollinen yhteisvastuullinen takaus kattaisi, olisi suurempi siirtymäkaudella, kun taas likviditeettivaikutus, jonka välityksellä AAA-luottoluokituksen saaneiden maiden olisi tarkoitus saada kompensatiota, olisi edelleen pieni. Tämä erityispiirre pitäisi ehkä ottaa huomioon ohjausta ja hallintaa koskevissa järjestelyissä. Vaihtoehtona voisi esimerkiksi olla se, että asetettaisiin vuotuiset ennalta määritellyt katomat, jotka hitaasti nousisivat nollassa tavoitteena olevaan pitkän aikavälin arvoonsa.

Koska perussopimusta olisi muutettava, tämän lähestymistavan toteuttaminen saattaisi lähestymistavan nro 1 tavoin kestää huomattavan kauan. Talouden ja finanssipolitiikan ohjausjärjestelmään tarvitsisi kuitenkin tehdä vähemmän muutoksia, sillä markkinat luottaisivat osittain signaaleihin ja kuriin, joten täytäntöönpanoprosessi saattaisi olla yksinkertaisempi ja nopeampi.

Kehys 3: Velanlunastussopimus ja turvalliset riskienlaskijat

²³ Bruegelin ehdotuksessa katoksi asetetaan 60 prosenttia suhteessa BKT:hen eli viitteenä käytetään Maastrichtin kriteeriä, mutta on tehty muitakin ehdotuksia, joissa katomat olisi tätäkin alhaisempia. On itse asiassa väitetty, että riittävän alhainen katto käytännössä varmistaisi sen, että euroalueen yhteisten riskienlaskujen maksukyvyttömyysriski olisi nolla. Maksukyvyttömyysriskin hinnoittelussa vakiooletuksena on, että maksukyvyttömyystilanteessa 40 prosenttia lainasta voidaan periä takaisin. Kun tällaista oletusta sovelletaan valtionvelkaan, perintäarvon alittava katto merkitsisi, että yhteisessä järjestelmässä liikkeenlaskun velan velanmaksu hoidetaan joka tapauksessa.

Erityisenä esimerkkinä osittaisen liikkeeseenlaskun mahdollisuudesta German Council of Economic Experts (GCEE) esitti vuosikertomuksessaan 2011/12²⁴ ehdotuksen turvallisista joukkolainoista osana euroalueen laajuista velanvähennysstrategiaa, jonka tavoitteena on saada valtioiden velkaantuneisuus takaisin alle Maastrichtin sopimuksen mukaisen 60 prosentin enimmäismäärän.

Yksi strategian pilareista on niin kutsuttu velanlunastusrahasto. Lunastusrahasto kokoisi yhteen valtionvelan, joka ylittää 60 prosenttia suhteessa euroalueen yksittäisten jäsenvaltioiden BKT:hen. Se perustuisi yhteisvastuuseen. Kukin osallistuva maa olisi velvollinen itsenäisesti lunastamaan siirretyn velan takaisin – määritettyä vakautusuraa noudattaen – 20–25 vuoden aikana. Yhteisvastuu takaisinmaksukaudella merkitsisi, että luotaisiin turvallisia joukkolainoja. Käytännössä lunastusrahasto laskisi liikkeeseen turvallisia joukkolainoja ja osallistuvat maat käyttäisivät saadut tulot ennalta sovittuihin senhetkisiin rahoitustarpeisiinsa lunastaakseen liikkeessä olevia joukkolainoja ja ottaakseen uutta lainaa. Velan siirto tapahtuisi sen vuoksi asteittain noin viiden vuoden aikana. Niiden jäsenvaltioiden, joilla velkaa on yli 60 prosenttia suhteessa BKT:hen, ei siten tarvitsisi hankkia markkinarahoitusta rahastoon siirtovaiheessa niin kauan kuin pysytään ennalta sovitulla velansupistusrallalla. Jäljellä oleva velkataso koostuisi rahastoon siirtovaiheen jälkeen euroalueella seuraavista: i) kansallista velkaa enintään 60 prosenttia suhteessa maan BKT:hen ja ii) lunastusrahastoon siirretty velka eli se loppuosa velasta, joka maalla oli siirtohetkellä. Jäljelle jää avoimia kysymyksiä, esimerkiksi rahastolla oleva riski ja mikä vaikutus rahaston joukkolainojen vakuuksilla olisi tosiasialliseen etuoikeusasemaan.

GCEE:n ehdottama velanlunastussopimus yhdistää (väliaikaisen) yhteisen liikkeeseenlaskun ja julkisen talouden sopeuttamista koskevat tiukat säännöt. GCEE:n ehdotuksessa esitetyt joukkolainat eivät ole samoja kuin tässä vihreässä kirjassa tarkoitetut joukkolainat, sillä yhteinen liikkeeseenlasku olisi väliaikaista ja koskisi ainoastaan niitä jäsenvaltioita, joiden julkinen velka ylittää 60 prosenttia suhteessa BKT:hen. GCEE ehdottaa, että käyttöön otettaisiin väliaikainen rahoitusväline, joka antaisi kaikille euroalueen jäsenvaltioille aikaa ja julkiseen talouteen hengähdystauon velan saamiseksi alle 60 prosentin suhteessa BKT:hen. Kunhan tähän tavoitteeseen on päästy, rahasto ja turvalliset joukkolainat realisoidaan automaattisesti. Turvalliset joukkolainat ovat siis pikemminkin kriisiajan väline kuin keino yhdentää pysyvästi euroalueen valtion joukkolainamarkkinat. Vaikka velanlunastussopimus olisi väliaikainen, siitä voisi olla apua nykyisen velkaantumisongelman ratkaisemisessa.

²⁴ Julkaistu 9. marraskuuta 2011, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, 9–13 kohta ja 184–197 kohta.

2.3. Lähestymistapa nro 3: Kansallisen liikkeeseenlaskun korvaaminen osittain vakausjoukkolainoilla ja erillisvastuullisilla (eli ei-yhteisvastuullisilla) takauksilla

Tässäkin lähestymistavassa vakausjoukkolainoilla korvattaisiin kansallinen liikkeeseenlasku ainoastaan osittain ja sitä tuettaisiin euroalueen jäsenvaltioiden **pro-rata-takauksilla**²⁵. Tämä lähestymistapa eroaa lähestymistavasta nro 2 sikäli, että jäsenvaltiot säilyttäisivät vastuun omasta osuudestaan vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskua sekä kansallisesta liikkeeseenlaskustaan. Kysymykset, jotka liittyvät liikkeeseenlaskun jakautumiseen vakausjoukkolainojen ja kansallisen liikkeeseenlaskun kesken, mukaan lukien vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskun katon valitseminen, olisivat pitkälti samat.

Tällainen lähestymistapa vakausjoukkolainoihin toisi vähemmän yhteisen liikkeeseenlaskun etuja mutta edellyttäisi vastaavasti vähemmän täytettäviä ennakkoodellytyksiä. Koska takaukset olisivat erillisvastuullisia, eivät yhteisvastuullisia, moraalikato lieventyisi. Jäsenvaltiot eivät voisi liikkeeseenlaskussa hyödyntää muiden jäsenvaltioiden mahdollista parempaa luottokelpoisuutta. Lisäksi kansallisen liikkeeseenlaskun jatkaminen altistaisi jäsenvaltiot markkinoiden harjoittamalle tarkkailulle ja arvioinnille, joka tarjoaisi mahdollisesti ja ajoittain vahvan lisäpelotteen ehkäisemään vastuutonta finanssipolitiikkaa. Vaikka tästä lähestymistavasta olisi vähemmän hyötyä rahoitusmarkkinoiden tehokkuuden ja vakauden edistämisessä, se olisi helpompi ja nopeampi toteuttaa. Koska takaukset olisivat erillisvastuullisia eivätkä yhteisvastuullisia, jäsenvaltiot, jotka maksavat korkeaa markkinariskipreemiota, hyötyisivät huomattavasti vähemmän alhaisen tuoton jäsenvaltioiden luottokelpoisuudesta kuin lähestymistavassa nro 2 ja varsinkin lähestymistavassa nro 1. Tältä osin lähestymistavalla nro 3 pystyttäisiin paljon vähäisemmässä määrin lieventämään euroalueen valtionvelkakriisiä ja sen mahdollisia vaikutuksia rahoitusalaan. Koska tämä lähestymistapa saattaisi olla paljon nopeampi toteuttaa, siitä – toisin kuin kahdesta muusta lähestymistavasta – voisi olla apua nykyisen valtionvelkakriisin ratkaisemispyrkimyksissä.

Keskeinen seikka tässä lähestymistavassa olisi vakausjoukkolainoja tukevan takauksen luonne. Jollei toteutettaisi mahdollisia luottoluokituksen parantamisjärjestelyjä, erillisvastuullisin takauksin tuettujen vakausjoukkolainojen luottokelpoisuus olisi parhaimmillaan euroalueen jäsenvaltioiden luottoluokitusten (painotettu) keskiarvo. Luottokelpoisuuden saattaisi jopa määrittää alhaisimman luottoluokituksen saaneen jäsenvaltion luottoluokitus, jollei vakausjoukkolainoilla olisi uskottavaa etuoikeusasemaa kansalliseen liikkeeseenlaskuun nähden kaikkien jäsenvaltioiden osalta (ks. jäljempänä). Tämä voisi vähentää hyväksyntää sijoittajien ja korkeamman luottoluokituksen saaneiden jäsenvaltioiden keskuudessa ja heikentää vakausjoukkolainojen etuja, erityisesti niiden häiriönsietokykyä taloudellisen stressin aikoina.

Jotta tämän lähestymistavan mukaiset vakausjoukkolainat hyväksyttäisiin helpommin, niiden saamien takausten laatua voitaisiin parantaa. Jäsenvaltiot voisivat antaa etuoikeusaseman vakausjoukkolainojen velanhoidolle. Lisäksi jäsenvaltiot voisivat tarjota vakuuksia, kuten käteisvaroja taikka kultavarantoja, joita on yleensä yli tarpeen useimmissa EU-maissa, ja korvamerkitä erityisiä verotuloja vakausjoukkolainojen velanhoitoon. Lähestymistavassa nro 2 yhteistä osaa tuetaan yhteisvastuullisilla takauksilla, mutta tämän vaihtoehdon toteutettavuus riippuu pikemminkin yhteisen liikkeeseenlaskijan etuoikeusasemasta ja yhteisen liikkeeseenlaskun varovaisuusrajasta. Tämä viittaa siihen, että

²⁵ Tällaista lähestymistapaa harkittiin Giovannini-ryhmän raportissa (2000) – käyttäen hajautettua liikkeeseenlaskua. Hiljattain sitä ovat ehdottaneet De Grauwe ja Moesen (2009), Monti (2010) sekä Juncker ja Tremonti (2010).

tämän vaihtoehdon vaikutuksia nykyisin liikkeessä oleviin joukkolainoihin olisi analysoitava huolellisesti, sillä saatetaan käyttää lausekkeita, jotka rajoittavat velallista antamasta kenellekään parempaa vakuutta kuin on sen vanhoissa lainoissa (negative pledge). Olisikin löydettävä tarkoituksenmukaiset ratkaisut.

Vaikka tavanomaisissa olosuhteissa maan velastaan maksamien kokonaiskustannusten pitäisi pysyä vakiona tai laskea, velan marginaalikustannukset nousisivat. Tästä pitäisi olla apua moraalikadon hillitsemisessä ja budjettikurin edistämisessä, jopa silloinkin, jos ohjausjärjestelmää tai finanssipolitiikan valvontaa ei erityisesti paranneta. Näin ollen vakausjoukkolainat tarjoaisivat kytköksen ja tehostaisivat hiljattain ohjausjärjestelmästä hyväksyttyä säästöpakettia, jos yhteisellä liikkeeseenlaskulla rahoitettavat määrät määritellään läheisessä sidoksessa vakausohjelmissa vahvistettuihin julkisen talouden tavoitteisiin, ja ne loisivat vahvoja kannustimia supistaa velan kokonaismäärää nopeasti²⁶. Perussopimusta ei myöskään tarvitsisi muuttaa tältä osin. Vakausjoukkolainan luottokelpoisuuden säilyttäminen vaatisi kuitenkin todennäköisimmin sekundaarilainsäädäntöä, jolla vahvistettaisiin vakausjoukkolainojen etuoikeusasema.

Perinteisten joukkolainojen käsittelyssä valittavina olevat vaihtoehdot sekä kunkin edut ja haitat olisivat samat kuin lähestymistavassa nro 2 kuvatut.

Tämä vaihtoehto voitaisiin toteuttaa nopeasti. Sen valitseminen ei vaatisi EU:n perussopimuksen muuttamista, mutta sekundaarilainsäädännöstä saattaisi olla apua senioriteettiperiaatteen vahvistamisessa. Kansallinen liikkeeseenlasku korvattaisiin ainoastaan osittain vakausjoukkolainoilla.

2.3.1. Eri lähestymistapojen yhdistäminen

Koska näiden kolmen lähestymistavan soveltamisala, kunnianhimoisuus ja toteuttamisen vaatima aika vaihtelevat, niitä voitaisiin myös yhdistellä. Lähestymistapaa nro 1 voidaan pitää kaikkein kunnianhimoisimpana lähestymistapana, joka saisi aikaan parhaat tulokset markkinoiden yhdentymisessä ja vakauden lujittamisessa mutta jonka täytäntöönpano saattaisi kestää kauan. Sitä vastoin lähestymistapa nro 3, jolla on erilainen soveltamisala ja takaurakenne, vaikuttaisi sopivan paremmin nopeaan toteutukseen. Sen vuoksi voitaisiin tehdä tiettyjä kompromisseja sen välillä, kuinka kunnianhimoisia ovat vakausjoukkolainojen ominaispiirteet ja soveltamisala sekä mahdollinen toteuttamisvauhti. Jotta tällainen tasapainoilu onnistuisi, eri vaihtoehdot voitaisiin vaihteittain yhdistää asteittaisessa toteuttamisprosessissa: käyttöönotto suhteellisen varhaisessa vaiheessa soveltaen osittaista lähestymistapaa ja erillisvastuullisia takauksia ja yhdistäen tähän etenemissuunnitelman välineen kehittämiseksi ja asianomaisen ohjausjärjestelmän lujittamiseksi. Varhaisessa vaiheessa laaditusta poliittisesta etenemissuunnitelmasta voisi olla apua sen varmistamisessa, että markkinat hyväksyvät vakausjoukkolainat alusta lähtien.

2.3.2. Vaikutus euroalueen ulkopuolisiin jäsenvaltioihin ja kolmansiiin maihin

Yleensä ajatellaan, että vakausjoukkolainakehyksessä olisivat mukana vain euroalueen jäsenvaltiot²⁷. Tämä johtuu siitä, että jäsenvaltiot luonnollisesti haluavat laskea velan

²⁶ Samaan tapaan mutta edellyttäen oletettavasti perussopimuksen muuttamista Bini-Smaghi on ehdottanut euroalueen yhteistä joukkolainaa, jolla olisi pro-rata-takaukset. Tällaiseen joukkolainaan liittyisi kuitenkin oikeus laskea liikkeeseen velkaa, joka on siirretty jäsenvaltioilta ylikansalliselle virastolle. Velkaa voitaisiin laskea liikkeeseen sellaiseen tasoon saakka, josta neuvosto päättää hyväksyessään vakausohjelmat vuosittain, minkä vuoksi olisi mahdotonta laskea liikkeeseen velkaa, jolla katettaisiin kullekin vuodelle asetetun velkarajan ylittävät menot. Tällä tavalla luotaisiin velkajarru, joka pakottaisi maan varhaisiin ratkaisuihin, jos sen julkinen velka pääsisi liian lähelle sovittua rajaa.

²⁷ Tosin eritoten lähestymistavassa nro 3 euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden osallistuminen vaikuttaa mahdolliselta.

liikkeeseen ja säilyttää markkinat omalla valuutallaan ja siitä, että euroalueen yhteiset joukkolainat saattaisivat olla osa pidemmälle menevän taloudellisen ja poliittisen yhdentymisen kehystä. Vakausjoukkolainojen käyttöönotto ja tähän liittyvä talouden tiukempi ohjausjärjestelmä vaikuttaisivat kuitenkin näihin jäsenvaltioihin. Vakausjoukkolainojen euroalueelle tuoma rahoitusvakaus vakauttaisi myös suoraan ja tuntuvasti näiden maiden rahoitusmarkkinoita ja -laitoksia. Sama koskisi kolmansia maita siinä määrin kuin niillä on taloudellisia ja rahoituksellisia yhteyksiä euroalueeseen. Toisaalta, jos vakausjoukkolainojen avulla luotaisiin hyvin laajat ja terveet markkinat turvallisille omaisuuserille, rahoitusmarkkinoiden välinen kilpailu saattaisi lisääntyä, mistä olisi sijoittajille etua.

Taulukko 1: Tiivistelmä kolmesta tärkeimmästä vaihtoehdosta

	(Vaihtoehto 1)	(Vaihtoehto 2)	(Vaihtoehto 3)
Pääpiirteet			
– Missä määrin kansallinen liikkeeseenlasku korvataan vakausjoukkolainoilla	Kokonaan	Osittain	Osittain
– Takausrakenne	Yhteisvastuulliset takaukset	Yhteisvastuulliset takaukset	Erillisvastuulliset (ei-yhteisvastuulliset) takaukset, joihin liitetään luottokelpoisuuden parantaminen
Pääasialliset vaikutukset			
– keskimääräisiin rahoituskustannuksiin 1/ vakausjoukkolainat kaiken kaikkiaan 2/ eri maiden välillä	1/ Keskisuuri positiivinen vaikutus, joka aiheutuu hyvin korkeasta likviditeetistä ja sitä kompensoivasta vahvasta moraalikadosta. 2/ Etujen tuntuva siirtyminen korkeamman luottoluokituksen maista alhaisemman luottoluokituksen maihin.	1/ Keskisuuri positiivinen vaikutus, joka aiheutuu keskisuuresta likviditeetistä ja jonkinasteisesta moraalikadosta. 2/ Etujen vähäisempi siirtyminen korkeamman luottoluokituksen maista alhaisemman luottoluokituksen maihin. Jonkinlaisia markkinapaineita niitä jäsenvaltioita kohtaan, joilla on paljon velkaa ja joiden luottoluokitukset eivät ole ensiluokkaisia.	1/ Keskisuuri positiivinen vaikutus, vähäisempi likviditeettivaikutus ja moitteettomampi politiikka, joiden taustalla on markkinakurin paraneminen. 2/ Ei eri maiden välisiä vaikutuksia. Vahvempi markkinapaineita niitä jäsenvaltioita kohtaan, joilla on paljon velkaa ja joiden luottoluokitukset eivät ole ensiluokkaisia.
– mahdolliseen moraalikatoon (jos	Suuri	Keskisuuri, mutta voimakkaat	Alhainen, voimakkaat markkinakannustimet

ohjausjärjestelmää ei tiukenneta)

markkinakannustimet lisätä finanssipoliittista kurinalaisuutta.

lisätä finanssipoliittista kurinalaisuutta.

– rahoitusalan yhdentymiseen Euroopassa	Suuri	Kohtuullinen	Kohtuullinen
– EU:n rahoitusmarkkinoiden maailmanlaajuiseen vetovoimaan	Suuri	Kohtuullinen	Kohtuullinen
– rahoitusmarkkinoiden vakauteen	Suuri	Suuri, mutta joitain haasteita, jos kansalliset liikkeeseenlaskut ovat kestävämmällä tasolla.	Alhainen, mutta saattaa olla apua nykyisestä kriisistä selviytymisessä nopean toteutuksen ansiosta.
Juridiset näkökohdat	Perussopimusta luultavasti muutettava.	Perussopimusta luultavasti muutettava.	Perussopimusta ei tarvitse muuttaa. Sekundaarilainsäädännöstä saattaisi olla apua.
Täytäntöönpanoon tarvittava vähimmäisaika	Pitkä	Keskipitkä tai pitkä	Lyhyt

3. VAKAUSJOUKKOLAINOIHIN LIITTYVÄ JULKISEN TALOUDEN KEHYS

3.1. Tausta

Julkisen talouden valvontakehystä on jo tiukennettu, kun vakaus- ja kasvusopimusta uudistettiin hiljattain ja siihen sisällytettiin muun muassa uudet täytäntöönpanomekanismit. Valvontakehystä on tarkoitus tiukentaa entisestään lähitulevaisuudessa. Tämä koskee erityisesti niitä euroalueen jäsenvaltioita, joiden osalta on käynnissä liiallista alijäämää koskeva menettely ja/tai jotka pyytävät tai saavat rahoitustukea. Tämä olisi euroalueen valtion- ja hallitusten päämiesten hiljattain esittämien päätelmien ja seuraavia kahta uutta 136 artiklaan perustuvaa asetusta koskevan komission ehdotuksen mukaista:

- alustavien talousarviosuunnitelmien seurantaa ja arviointia sekä euroalueen jäsenvaltioiden liiallisen alijäämän tilanteen korjaamisen varmistamista koskevista yhteisistä säännöksistä annetulla asetusehdotuksella on kolme eri tavoitetta: a) täydennetään EU-ohjausjaksoa yhteisellä talousarvioaikataululla, jolla pyritään parantamaan kansallisten talousarvioiden keskeisten valmisteluvaiheiden synkronointia; b) täydennetään finanssipolitiikan monenvälistä valvontajärjestelmää (vakaus- ja kasvusopimuksen ennalta ehkäisevä osio) vahvistamalla seurantaa koskevia lisävaatimuksia, jotta voidaan varmistaa, että EU:n talousarviosuositukset otetaan asianmukaisesti huomioon kansallisten talousarvioiden valmisteluissa, ja c) täydennetään jäsenvaltioiden liiallisen alijäämän korjaamista koskevaa menettelyä (vakaus- ja kasvusopimuksen korjaava osio) seuraamalla tiiviimmin liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn kohteena olevan jäsenvaltion finanssipolitiikkaa, jotta voidaan varmistaa, että liialliset alijäämät korjataan pysyvästi ja riittävän ajoissa;
- tiukennettua valvontaa koskevan asetusehdotuksen mukaan euroalueen jäsenvaltioon olisi kohdistettava tehostettua valvontaa, kun sen rahoituksen saatavuuteen kohdistuu – tai on vaarassa kohdistua – vakava häiriö, jotta voidaan varmistaa sen nopea paluu tavanomaiseen tilanteeseen ja suojella muita euroalueen jäsenvaltioita mahdollisilta kielteisiltä heijastusvaikutuksilta.

Nämä kaksi uutta asetusta sekä vakaus- ja kasvusopimuksen uudistuksesta juontuvat perusteelliset muutokset tarjoavat vankan perustan euroalueen jäsenvaltioiden finanssipolitiikan paremmalle koordinoinnille.

Vakausriskolainoista aiheutuu kuitenkin moraalikadon riski, ja ne edellyttävät kehysten tiukentamista entisestään, riippuen siitä, mikä vaihtoehto valitaan. Tällaisessa tiukennetussa kehyksessä voidaan yksilöidä kolme ulottuvuutta:

- Kansallisen finanssipolitiikan suunnittelussa ja toteutuksessa olisi aiheellista lisätä valvontaa ja asioihin puuttumista hiljattain tehtyjä ehdotuksia enemmän. Lisäksi vakausjoukkolainojen velanhoito varmistettaisiin kokonaisuudessaan.
- Samaan aikaan nimenomaan se seikka, että vakausjoukkolainoja olisi olemassa, saattaisi muuttaa peruslaatuisesti talousarviomenettelyjä erityisesti osuuksienjakomekanismien välityksellä ja tarjoaisi välineen, jolla tehokkaasti valvotaan finanssipolitiikan sääntöperusteista kehystä.
- Vakausjoukkolainajärjestelmään pääsyn edellytykseksi voitaisiin asettaa finanssipoliittisia ehtoja, mikä lisäisi uskottavuutta, olivatpa kyseessä sitten nykyiset sopeutussuunnitelmat tai täyteen vauhtiin päässyt järjestelmä.

3.2. Kansallisen finanssipolitiikan valvonnan lisääminen ja pidemmälle menevä asioihin puuttuminen

Valvontaan hiljattain tehtyt ja suunnitteilla olevat uudistukset luovat terveen perustan näiden riskien rajoittamiseksi. Lisäuudistukset olisivat kuitenkin tarpeen. Tiukempaa kehystä voitaisiin soveltaa EU:n harjoittamaan valvontaan ja kansallisiin julkisen talouden kehyksiin.

Jos keskustelujen kohteena olevat muutokset tehdään, tämä merkitsisi talousarvioluonnosten perusteellisempaa tarkastelua, ei ainoastaan niiden maiden osalta, joilla on julkisen talouden huolia, vaan kaikkien osallistuvien jäsenvaltioiden osalta. Osallistuvien jäsenvaltioiden saattaisi olla tarpeen saada talousarviolleen EU:n hyväksyntä tietyissä olosuhteissa, kuten huomattava velkaantuneisuus tai alijäämä. Lisäksi tarvittaisiin paljon tiukempaa talousarvion toteutuksen valvontakehystä. Tähän voisi sisältyä säännöllinen raportointi yhteisissä budjettitapaamisissa, julkisen talouden tulostauluihin perustuvien hälytysmekanismien luominen ja tosiasiallinen mahdollisuus korjata tavoitteista lipsumista toteutuksen aikana – esimerkiksi sisällyttämällä talousarviosuunnitelmiin nimenomaisia ennakkovarantoja ja asettamalla uusien kalliiden toimenpiteiden ehdoksi sen, että talousarvion toteutus on hyvällä mallilla.

Kansallisia julkisen talouden kehyksiä on tarkoitus lujittaa suhteellisen pian, kun julkisen talouden kehyksiä koskeva direktiivi pannaan täytäntöön (täytäntöönpanoa saatetaan itse asiassa nopeuttaa). Lisäksi parhaillaan käydään keskusteluja siitä, pitäisikö mennä tätäkin pidemmälle muun muassa ottamalla käyttöön säännöt, joilla vakaus- ja kasvusopimus sisällytettäisiin kansalliseen lainsäädäntöön, mieluiten perustuslakitasolla, ja mukaan liitettäisiin riittävät valvontamekanismit. Muita mahdollisia keskeisiä keinoja lujittaa kansallisia kehyksiä ovat muun muassa sitovien keskipitkän aikavälin kehysten hyväksyminen, riippumattomat tahot, jotka arvioisivat kansallisten talousarvioiden perusoletuksia, sekä julkishallintojen eri tasojen väliset tehokkaat koordinaatiomekanismit. Viimeksi mainitun seikan osalta se, että velka yhdistettäisiin Euroopan tasolla, saattaisi olla lisäsy julkishallintojen eri alasektoreiden velanhallinnan tiiviimmälle koordinoinnille.

Kansallisilla kehyksillä on myös tärkeä rooli, sillä ne voivat tukea EU:n tason valvontaa. Yhteinen aikataulu talousarvion valmistelussa esimerkiksi helpottaisi EU:n harjoittamaa valvontaa (ja saattaa itse asiassa olla tarpeen, jotta vakausjoukkolainoihin liittyvä osuuksienjako voitaisiin tehdä käytännössä). Samoin se, että talousarvion toteutusta voidaan valvoa asianmukaisesti EU:n tasolla, riippuu tähän tähtäävistä moitteettomista kansallisista järjestelyistä, jotka saattavat edellyttää yhteisten valvonta- ja tietojenjulkistamisstandardien hyväksymistä.

Käyttöön olisi otettava järjestelmä, jolla uskottavasti varmistetaan, että kaikki vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskusta hyötyvät jäsenvaltiot hoitavat velanmaksunsa kokonaisuudessaan. Tämä merkitsee sitä, ettei vakausjoukkolainojen velanhoito – eli tarkemmin sanottuna yhteisen liikkeeseenlaskun koronmaksu – saisi vaarantua missään tilanteessa. Yksi tähän tähtäävä vaihtoehto olisi myöntää EU:lle suuremmat valtuudet asioihin puuttumiseksi vakavien rahoitusvaikeuksien uhatessa, mukaan lukien mahdollisuus asettaa maksukyvytön jäsenvaltio jonkinlaiseen 'hallintaan'. Toinen, jo edellisessä jaksossa mainittu mahdollisuus, ei ehkä veisi niin paljon kansallista itsemääräämisoikeutta. Tässä vaihtoehdossa osallistuvat maat velvoitettaisiin antamaan vakausjoukkolainojen velanhoidolle etuoikeusaseman suhteessa kansallisten talousarvioiden määräraahankäyttöön. Tällaisten sääntöjen oikeudellisen vaikutuksen olisi oltava ehdoton, ja säännöt olisi mieluiten vahvistettava perustuslakitasolla. Vakausjoukkolainajärjestelmään kohdistuvien velvoitteiden

olisi tämän lisäksi ja mukaisesti oltava etuoikeusasemassa suhteessa mahdollisiin (jäljelle jääviin) uusiin kansallisiin liikkeeseenlaskuihin.

3.3. Vakausjoukkolainat osana parannettua julkisen talouden kehystä

Vaikka vakausjoukkolainat aiheuttavat moraalikadon riskin, ne myös todennäköisesti muuttavat perusteellisesti olosuhteita, joissa finanssipolitiikkaa muotoillaan ja toteutetaan. Tämä johtuu erityisesti siitä, että kansallista finanssipolitiikkaa koskeva EU:n ohjeistus muuttuisi käsin kosketeltaviksi numerotiedoiksi siinä nimenomaisessa prosessissa, jossa osallistuville jäsenvaltioille vahvistetaan lainanoton määrät. Vakausjoukkolainojen toiminta edellyttäisi kaikissa keskustelluissa vaihtoehtoissa sitä, että kansalliselle lainanotolle määriteltäisiin ennakolta katot, jotka sitten kehystäisivät kansallisia talousarvioita tai ainakin vaikuttaisivat niihin, varsinkin laajalle ulottuvissa vaihtoehtoissa (eli edellä olevassa vaihtoehdossa nro 1), joissa vakausjoukkolainojen odotettaisiin kattavan kaikki osallistuvien maiden uudet rahoitustarpeet tai suurimman osan niistä. Tästä näkökulmasta voidaan ajatella, että vakausjoukkolainat ovat muutakin kuin moraalikadon mahdollinen lähde, eli niiden voidaan katsoa edistävän finanssipolitiikan parempaa koordinoitua sääntöperusteisen kehityksen tehokkaalla täytäntöönpanolla.

Jos julkisyhteisöt saisivat rahoituksensa kokonaan tai suurimmaksi osaksi vakausjoukkolainoilla (eli lähestymistapa nro 1), tarvittaisiin selkeitä periaatteita ohjaamaan kehystä, jolla osuudet jaetaan vakausjoukkolainajärjestelmässä:

- (1) *Enimmäisosuuksien olisi perustuttava riittävän moitteettomiin julkisen talouden sääntöihin.* Vakaus- ja kasvusopimuksen mukainen kehys tarjoaisi tälle luontevan perustan. Säännöillä tarjottaisiin sen vuoksi vahvat kannustimet vastuulliseen finanssipolitiikkaan.
- (2) *Näissä ohjeissa olisi käsiteltävä sitä, miten paljon joustavuutta tarvittaisiin käsittelemään odottamattomia tapahtumia ja minimoimaan myötäsykliksen politiikan riskiä.* Keskeinen kysymys olisi, saataisiinko julkiseen talouteen tarpeeksi joustavuutta, jotta pystyttäisiin reagoimaan joko maakohtaisiin tai euroaluekohtaisiin häiriöihin, laskemalla liikkeeseen uusia vakausjoukkolainoja vai olisiko tässä luotettava kansalliseen liikkeeseenlaskuun (edellyttäen, että se on edelleen mahdollista). Mitä enemmän joustavuutta järjestelmässä sallitaan, sitä enemmän tarvitaan hillitsemiä mekanismeja (kuten koontilit) sen varmistamiseksi, että joustavuus pysyy sovituissa rajoissa ja vältetään velan huomaamatonta kertymistä.
- (3) *Näihin sääntöihin olisi todennäköisesti myös sisällytettävä jonkinlainen porrastettu tapa reagoida julkisen talouden epäterveeseen kehitykseen.* Tämä porrastus voisi edellä suunnitellulla tavalla merkitä tiukennettua valvontaa ja pidemmälle menevää kansalliseen finanssipolitiikkaan puuttumista.

Lisäksi järjestelmään voitaisiin rakentaa rahallisia kannustimia edistämään terveen finanssipolitiikan harjoittamista. Vakausjoukkolainojen tuotot olisivat markkinaperusteisia, mutta rahoituskustannukset voitaisiin eriyttää eri jäsenvaltioiden kesken riippuen niiden julkisen talouden asemasta tai finanssipolitiikasta taikka niiden luottokelpoisuudesta markkinoilla, jota osoittaisi se, millainen kansallisen liikkeeseenlaskun riskipremio on yhteisiin liikkeeseenlaskuihin verrattuna. Tämä tarjoaisi järjestelmässä kannustimen harjoittaa tervettä finanssipolitiikkaa ja imitoisi markkinakuria joustavammalla ja yhdenmukaisemmalla tavalla kuin itse markkinat. Tällainen kannustin olisi automaattisesti olemassa vaihtoehdossa ”erillisvastuulliset takaukset”, ja sitä voitaisiin tehostaa entisestään ”rankaisevilla” koroilla, jos suunnitelmista lipsuttaisiin.

3.4. Julkista taloutta koskevat edellytykset järjestelmään pääsemiseksi

Jotta vakausjoukkolainoilla tosiasiallisesti saataisiin nimensä mukaisesti tuettua vakautta, jäsenvaltioille voitaisiin myös asettaa makrotaloudellisia ja finanssipoliittisia edellytyksiä järjestelmään pääsemiseksi ja siellä pysymiseksi. Jäsenvaltioilta voitaisiin esimerkiksi evätä osallistuminen vakausjoukkolainoihin, jos ne eivät ole noudattaneet vakaus- ja kasvusopimuksen tai julkisen talouden lujitetun kehyksen mukaisia sitoumuksiaan. Vaihtoehtoisesti niiden jäsenvaltioiden, jotka eivät ole päässeet julkisen talouden tavoitteisiinsa, olisi ehkä annettava (lisä)vakuuksia vakausjoukkolainojen uutta liikkeeseenlaskua varten tai niiltä voitaisiin periä ylimääräistä korkoa. Osallistumista voitaisiin myös rajoittaa sen mukaan, kuinka suuressa määrin tavoitteet ovat jääneet saavuttamatta, eli jokaisen prosenttiyksikön poikkeama julkisyhteisöjen talousarviossa voisi vähentää oikeutta vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskuun tietyllä prosenttiyksikkömäärällä suhteessa BKT:hen.

Tällaisesta lähestymistavasta voitaisiin odottaa seuraavanlaisia etuja:

- Ensinnäkin, sikäli kuin jäsenvaltiot haluavat olla mukana vakausjoukkolainajärjestelmässä, niillä olisi lisäkannustimia toteuttaa kokonaisuudessaan ne vakauttamis- ja uudistuspyrkimykset, joihin ne ovat jo sitoutuneet, tavalla, joka ei poikkea euroon siirtymiseksi toteutetuista lähentymispyrkimyksistä.
- Toiseksi rahoitusmarkkinat ja yhteiskunta yleensä pitäisivät vakauttamissuunnitelmia uskottavampina, jos vakausjoukkolainat siintäisivät näköpiirissä. Näin ollen se, että näköpiirissä olisi osallistuminen vakausjoukkolainoihin, voisi parantaa luottamusta jo suhteellisen lyhyellä aikavälillä. Tällainen uudelleen syntynyt luottamus voisi itse asiassa helpottaa julkisen talouden sopeutuksia joissakin maissa.
- Lopuksi voidaan todeta, että tiukat finanssipoliittiset edellytykset järjestelmään pääsemiseksi ja siellä pysymiseksi olisivat olennaiset, jotta velkatasoja ja lainanottotarpeita voitaisiin pienentää ennen kuin asianomainen maa osallistuu vakausjoukkolainoihin. Vakausjoukkolainojen riskipreemioita ja tuottoja voitaisiin tällä tavoin alentaa.

Tällainen lähestymistapa tarkoittaisi, että jäsenvaltioiden olisi säilytettävä muitakin rahoitusmahdollisuuksia siltä varalta, etteivät ne täytä näitä edellytyksiä. Vakausjoukkolainat eivät siis välttämättä korvaisi euroalueen jäsenvaltioiden omaa joukkolainojen liikkeeseenlaskua kokonaan. Näiden pääsykriteereiden seurantaan olisi lisäksi nimettävä jokin laitos tai taho (esimerkiksi, muttei välttämättä, velkakonttori).

4. TÄYTÄNTÖÖNPANOKYSYMYKSET

4.1.1. Organisatorinen rakenne

Olisi ratkaistava joitakin teknisiä seikkoja, jotka liittyvät vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskun organisoimiseen. Ennen kaikkea olisi ratkaistava, millainen institutionaalinen rakenne rahoitustoimille luotaisiin, eli perustettaisiinko keskitetty velkakonttori vai hoitaisivatko kansalliset valtiokonttorit ja velkakonttorit keskeiset toiminnot hajautetusti. Jos lähestymistapa olisi hajautettu, liikkeeseenlasku olisi tehtävä yhdenmukaisin ehdoin ja menettelyin ja vaatisi huomattavaa koordinoitua. Keskitetyllä liikkeeseenlaskulla vältettäisiin joukkolainojen liikkeeseenlaskun koordinointi, mutta se edellyttäisi silti jäsenvaltioiden rahoitustarpeita koskevien yksityiskohtaisten ja luotettavien tietojen toimittamista, jotta liikkeeseenlaskuja voitaisiin suunnitella. Liikkeeseenlaskusta huolehtivan keskitetyn tahon rakenteen suunnittelussa on useita vartenotettavia vaihtoehtoja, mukaan lukien seuraavat: a) velanhallinta voitaisiin antaa Euroopan komission tehtäväksi, minkä

ansioista vakausjoukkolainat voitaisiin ottaa nopeasti käyttöön ja välinettä voitaisiin hyödyntää nykyisen kriisin hoitamisessa; tai b) ERVV/EVM voitaisiin muuttaa täysimittaiseksi velkakonttoriksi; tai c) EU:hun voitaisiin perustaa uusi velkakonttori²⁸, mikä veisi hieman aikaa. Vakausjoukkolainojen käyttöönoton tarkkoja hallinnollisia kustannuksia ei voida laskea, jollei kaikkia muita yksityiskohtia ole määritelty ennakkoon. Hallinnollisten kustannusten suuruudella voi myös olla vaikutusta jäsenvaltioiden talousarvioihin.

Tärkeä tekninen kysymys olisi se, miten keskitetty velkakonttori jälleenlainaisi hankitut varat jäsenvaltioille. Periaatteessa vaihtoehtoja voisi olla kaksi, ja ne voitaisiin myös yhdistää: a) jälleenlainaus suorien lainojen muodossa, jolloin jäsenvaltio saisi rahoituksensa lainasopimuksen välityksellä, ja b) velkakonttori ostaisi suoraan kaikki jäsenvaltioiden joukkolainat tai sovitun määrän niitä ensimarkkinoilta. Jälkimmäisessä vaihtoehdossa velkakonttori voisi myös tarpeen mukaan ostaa liikkeessä olevaa valtionvelkaa jälkimarkkinoilta.

Vakausjoukkolainojen takaisinmaksu olisi myös organisoitava. Yksinkertaisin keino olisi, jos kansalliset viranomaiset tekisivät siirrot liikkeeseenlaskusta huolehtivalle taholle, joka sitten organisoisi takaisinmaksut joukkovelkakirjojen haltijoille. Sen varmistamiseksi, että markkinatoimijat voisivat luottaa siihen, että velanhoito olisi aina varmaa eikä maksuviivästyksiä sattuisi, velkakonttorin olisi saatava vakaita ja ennakoitavia tuloja. Jäsenvaltioiden olisi taattava tällaisen tahon sitoumukset, mutta olisi varmistettava, onko tämä tarpeeksi vai tarvittaisiinko kenties lisävakuuksia tai käteispuskureita. Nykyiset kansalliset velkakonttorit ovat osa kansallisia finanssihallintoja, ja niitä tuetaan verovaroin. Jos velkakonttori perustettaisiin ylikansalliselle tasolle, verotuloihin ei olisi tällaista suoraa yhteyttä, mikä saattaisi heikentää tällaisten liikkeeseenlaskettavien vieraan pääoman ehtoisten välineiden markkinoilla saamaa hyväksyntää.

Vaikka vakausjoukkolainat otettaisiinkin käyttöön, tarvittaisiin silti jäsenvaltioiden likviditeetin hallintaa. Käytännössä voisi olla mahdotonta suunnitella joukkolainojen liikkeeseenlasku niin, että yhteensovitus jäsenvaltioiden maksuvirtojen kanssa olisi täydellinen. Sen vuoksi vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskua olisi täydennettävä päivittäisellä likviditeetin hallinnalla, joka voitaisiin jättää kansallisten viranomaisten tehtäväksi. Yksi vaihtoehto olisi, että vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskussa keskityttäisiin keskipitkän aikavälin rahoitustarpeisiin ja että kansalliset viranomaiset hallinnoisivat maksuprofiilejaan lyhytaikaisilla talletuksilla ja lainoilla tai velkasitoumuksilla. Riippumatta organisatorisesta rakenteesta olisi laadittava menettelyt, joilla koordinoitaisiin yksittäisten jäsenvaltioiden rahoitussuunnitelmia, jotta voitaisiin luoda viitelikkeeseenlaskut ja täydellinen viitetuottokäyrä.

4.1.2. Suhde EVM:iin

Jos perustettaisiin euroalueen jäsenvaltioiden yhteisestä liikkeeseenlaskusta huolehtiva taho, jouduttaisiin ehkä selkeyttämään Euroopan vakausmekanismin tehtävänjakoa. Periaatteessa asiaan voidaan omaksua kaksi eri näkökantaa: EVM:ia saatettaisiin pitää materiaalisesti tarpeettomana, sillä yhteinen liikkeeseenlasku, johon liittyisi tiukemmat julkisen talouden valvontaa koskevat säännöt, voisi ottaa tehtäväkseen jäsenvaltioiden tavanomaisen rahoituksen järjestämisen sekä poikkeuksellisen lisärahoituksen järjestämisen, jos jokin jäsenvaltio kohtaa vakavia ongelmia. Velanhallinnan ja hätärahoituksen roolien yhdistäminen toisiinsa ei kuitenkaan ehkä olisi paras ratkaisu ja voisi johtaa roolien sekaantumiseen, kannusteiden ja ohjausjärjestelmän heikkenemiseen sekä siihen, että rahoitus

²⁸ Siirtymävaiheessa voitaisiin hyödyntää komission virastoa, jossa olisi henkilöstöä komissiosta ja väliaikaista kansallista henkilöstöä ja joka voitaisiin tarvittaessa muuttaa velkakonttoriksi.

keskittyisi yhteen ainoaan, liian monimutkaiseen rakenteeseen. Tästä syystä EVM voisi jäädä erilliseksi velan liikkeeseenlaskijaksi, joka vastuulla olisi poikkeuksellisten rahoitustarpeiden täyttämisen organisoiminen.

Se, millaiseksi vuorovaikutus EVM:n kanssa muodostuisi, riippuisi myös siitä, mihin valintoihin vakausjoukkolainojen suhteen päädytään. EVM:ia saatettaisiin pitää melko tarpeettomana, jos vakausjoukkolainojen osalta valittaisiin lähestymistapa nro 1. Tässä lähestymistavassa, jossa katetaan lähes kaikki jäsenvaltioiden rahoitustarpeet, saatettaisiin myös joutua vastaamaan poikkeuksellisiin lisärahoitustarpeisiin. Tilanne ei vaikuta lainkaan niin selvältä lähestymistavoissa nro 2 ja nro 3, joissa jäsenvaltiot edelleen laskisivat liikkeeseen kansallisia joukkolainoja samanaikaisesti vakausjoukkolainojen yhteisen liikkeeseenlaskun kanssa. Voitaisiin jopa harkita, että EVM-kehystä käytettäisiin ensimmäisenä askeleena kohti vakausjoukkolainoja. Koska EVM perustuu jäsenvaltioiden erillisvastuullisiin takauksiin, vakausjoukkolainojen asteittainen käyttöönotto erillisvastuullisin (muttei yhteisvastuullisin) takauksin, eli lähestymistavan nro 3 perusteella, voitaisiin sisällyttää EVM:n tarjoamaan rahoitukseen ja toteuttamaan liikkeeseenlaskuun. Tämä menisi EVM:n tämänhetkisen roolia – eli poikkeuksellisen rahoitustuen myöntämistä – pidemmälle. Periaatteessa EVM:iin voitaisiin myöhemmässä vaiheessa ryhtyä soveltamaan yhteisvastuullisia takauksia.

4.1.3. Liikkeeseenlaskuun sovellettava oikeudellinen järjestelmä

Huomioon on myös otettava se, millaisessa tarkoituksenmukaisessa oikeudellisessa järjestelmässä vakausjoukkolainat laskettaisiin liikkeeseen. Valtioiden joukkolainat lasketaan nykyisin liikkeeseen kansallisen lainsäädännön nojalla. Kun kyseessä on kansainvälisen joukkolainan liikkeeseenlasku, sovelletaan usein Englannin lainsäädäntöä, tai jos kohteena ovat Yhdysvaltojen markkinat, New Yorkin lainsäädäntöä. Vastaavaa EU:n lainsäädäntöä, jonka nojalla vakausjoukkolainat voitaisiin laskea liikkeeseen, ei ole annettu. Vaikka joukkolainojen kansainvälisissä liikkeeseenlaskuissa on yleisenä käytäntönä turvautua ulkomaiseen lainsäädäntöön, saattaa olla ongelmallista, jos kaikkien julkisyhteisöjen velkaan sovelletaan Yhdistyneen kuningaskunnan tai Yhdysvaltojen lainsäädäntöä, sillä anglosaksisessa oikeuskäytännössä omaksutut linjaukset eroavat useiden jäsenvaltioiden oikeusjärjestelmästä. Tuomioistuimesta, jonka puoleen voidaan kääntyä, olisi myös sovittava.

4.1.4. Asiakirjat ja markkinakäytännöt

Rahoitusvaihtoehtoja, turvaominaisuuksia ja markkinakäytäntöjä koskevat seikat kaipaavat ratkaisua. Jos kyseessä on vakiintunut liikkeeseenlaskija, huutokaupat olisivat paras liikkeeseenlaskumuoto. Syndikoinnilla on se etu, että rahoitusala on mukana markkinoimassa välineitä ja arvopaperin hinnoittelu on helpommin ennustettavaa. Lisäksi syndikoinnin välityksellä voidaan tyypillisesti laskea liikkeeseen suurempia määriä, sillä myös piensijoittajat tavoitetaan. Lisäksi olisi määritettävä erilaiset turvaominaisuudet ja markkinakäytännöt. Näistä tärkeimpiä käsitellään liitteessä 4.

4.1.5. Tilinpitoseikat

Lisäselvityksiä tarvitaan myös siitä, miten vakausjoukkolainoja käsiteltäisiin kansallisten tilinpitosääntöjen nojalla. Erityisesti olisi tutkittava kysymystä siitä, miten vakausjoukkolainat vaikuttaisivat eri takausrakenteissa velan suhteeseen BKT:hen kansallisella tasolla. Tärkeä huomioon otettava seikka on mahdollisen liikkeeseenlaskusta huolehtivan uuden tahon luonne.

5. PÄÄTELMÄT JA JATKOTOIMET

Sillä, että euroalueen jäsenvaltiot laskisivat yhdessä liikkeeseen vakausjoukkolainoja, on tuntuva potentiaalisia etuja. Näihin kuuluvat sisämarkkinoiden syveneminen ja pääomamarkkinoiden tehostuminen, rahoitusalan ja julkisyhteisöjen rahoituksen vakauden ja häiriönsietokyvyn parantaminen, euroalueen rahoitusmarkkinoiden ja euron maailmanlaajuisen tason houkuttelevuuden lisääminen sekä liiallisella markkinapessimismillä valtioiden lainanottokustannuksiin olevien vaikutusten vähentäminen.

Vakausjoukkolainojen käyttöönottoon liittyy kuitenkin myös huomattavia haasteita. Näihin on vastattava vakuuttavalla tavalla, jotta edut toteutuisivat täysimittaisesti ja vältettäisiin mahdolliset tuhoiset vaikutukset. Erityisesti tarvittaisiin riittävän vankka kehys budjettikurille ja talouden kilpailukyvyille kansallisella tasolla ja EU:n olisi mentävä kansallisen finanssipolitiikan valvonnassa nykyistä pidemmälle. Tämä koskee varsinkin yhteisvastuulliset takaukset sisältäviä vaihtoehtoja, jotta pystyttäisiin hillitsemään moraalikatoa euroalueen jäsenvaltioiden keskuudessa, tukemaan vakausjoukkolainojen luottokelpoisuutta ja varmistamaan oikeusvarmuus.

Vakausjoukkolainojen yhteisessä liikkeeseenlaskussa on useita eri vaihtoehtoja, jotka voidaan ryhmitellä kolmen laajan lähestymistavan mukaan. Nämä lähestymistavat ovat kansallisen liikkeeseenlaskun täydellinen korvaaminen yhteisvastuullisin takauksin tuettujen vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskulla, kansallisen liikkeeseenlaskun osittainen korvaaminen tällaisin takauksin tuettujen vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskulla sekä kansallisen liikkeeseenlaskun osittainen korvaaminen erillisvastuullisin takauksin tuettujen vakausjoukkolainojen liikkeeseenlaskulla. Nämä vaihtoehdot edustavat erilaisia kompromisseja odotettujen etujen ja täytettävien ennakkoedellytysten välillä.

Koska eri lähestymistavat erityisesti edellyttävät eriasteisia muutoksia EU:n perussopimukseen eli SEUT-sopimukseen, niiden toteuttamiseen kuluva aika olisi eripituinen. Pisimmälle menevä lähestymistapa nro 1 näyttäisi vaativan pisimmälle meneviä perussopimuksen muutoksia ja hallinnollisia valmisteluja, sillä yhteiset joukkolainat pitäisi jo itsessään ottaa käyttöön ja samaa aikaan olisi tiukennettava talouden ohjausjärjestelmää. Lähestymistavan nro 2 valmistelu kestäisi myös huomattavan kauan. Sitä vastoin lähestymistapa nro 3 vaikuttaisi toteutettavalta ilman perussopimuksen suuria muutoksia, minkä ansiosta se olisi nopeammin toteutettavissa.

Tässä vihreässä kirjassa tehdyt ehdotukset ja esitetyt havainnot ovat yhä valmistelevia, eikä luettelo seikoista, joita olisi pohdittava, ole välttämättä tyhjentävä. Monia potentiaalisia etuja ja haasteita kuvataan lisäksi ainoastaan laadullisesti. Näiden eri näkökohtien yksityiskohtainen määrällinen esittäminen olisi olennaisen vaikeaa ja/tai vaatisi lisäanalyysijä ja eri osapuolien panosta. Lisäksi usein on kyllä yksilöity ongelmat, jotka pitäisi ratkaista, tai päätökset, jotka pitäisi tehdä, muttei kuitenkaan ole esitetty lopullisia ratkaisuja.

Jotta asiassa voitaisiin edetä, tarvitaan ehdottomasti lisäanalyysijä ja -konsultaatioita. Useita avainkäsitteitä, mahdollisia tavoitteita ja etuja, vaatimuksia ja toteutukseen liittyviä haasteita on vielä pohdittava ja analysoitava yksityiskohtaisemmin. Sidosryhmien näkemykset ovat tässä suhteessa olennaisen tärkeitä. Erityisesti olisi riittävässä laajuudessa kuultava jäsenvaltioita, rahoitusmarkkinoiden toimijoita, rahoitusmarkkinoiden toimialajärjestöjä ja tiedemaailman edustajia EU:ssa ja sen ulkopuolella sekä suurta yleisöä. Kuulemisen tulokset olisi otettava jatkotoimissa huomioon, kun vakausjoukkolainat mahdollisesti otetaan käyttöön.

Komissio onkin päättänyt käynnistää tästä vihreästä kirjasta laajan kuulemisen²⁹ , joka päättyy [8. tammikuuta 2012]³⁰. Komissio haluaisi kuulla kaikkien asianomaisten sidosryhmien mielipiteitä ja pyytää myös muiden toimielinten lausuntoja. Palautteen perusteella komissio muodostaa mielipiteensä tarkoituksenmukaisesta etenemistavasta viimeistään [helmikuun 2012 puolivälissä].

²⁹ Palautetta voidaan antaa kaikin tavanomaisin keinoin, myös varta vasten perustetun sähköpostiosoitteen kautta:

ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu;

(verkkosivu: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

³⁰ Jotta jatkotoimiin päästäisiin ripeästi, vaikuttaa perustellulta poiketa kuulemiselle tavallisesti varatusta kahdeksan viikon määräajasta, sillä vakausjoukkolainojen / euroalueen yhteisten joukkolainojen käsitteestä on jo keskusteltu runsaasti ja pitkän aikaa.

Liite 1: Valtion joukkolainamarkkinoihin liittyviä tunnuslukuja

Jäsenvaltio	Julkisyhteisöjen velka			Valtion- velka	Valtion joukkolaino- jen tuotot	Luotto- riskin- vaihto- sopimusten hinnat	Luotto- luokitus
	mrd euroa, vuoden 2010 lopussa	% suhteessa BKT:hen, vuoden 2010 lopussa	% suhteessa euroaluee- seen, vuoden 2010 lopussa	% suhteessa BKT:hen, vuoden 2010 lopussa	% p.a., 10 vuotta, 8.11.2011	Peruspistettä p.a., 5- vuotiset sopimukset, 8.11.2011	Standard& Poor's, 8.11.2011
Belgia	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Saksa	2 061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Viro	1,0	6,7	0,0	3,3	Ei sovelleta	Ei sovelleta	AA-
Kreikka	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	Ei sovelleta	CC
Espanja	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Ranska	1 591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Irlanti	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Italia	1 842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Kypros	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	Ei sovelleta	BBB-
Luxemburg	7,7	19,1	0,1	17,4	Ei sovelleta	Ei sovelleta	AAA
Malta	4,3	69	0,1	68,9	Ei sovelleta	Ei sovelleta	A
Alankomaat	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Itävalta	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Portugali	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1 050,9	BBB-
Slovenia	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Slovakia	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Suomi	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Euroalue	7 822,4	85,4	100	71,6	Ei sovelleta	Ei sovelleta	Ei sovelleta

<i>Tiedoksi: Yhdysvallat</i>	10 258	94,4			2,08	47,5	AA+
----------------------------------	--------	------	--	--	------	------	-----

Lähde: Eurostat, IMF, S&P, Bloomberg

Liite 2: Lyhyt katsaus vakaushoukkolainoja koskevaan kirjallisuuteen

Tiedemaailman edustajat, rahoitusanalyttikot ja poliittiset päättäjät ovat julkaisseet monia kirjoituksia nk. eurobondeista eli euroalueen yhteisistä houkkolainoista (vakaushoukkolainat). Tässä liitteessä esitetään yhteenvedo tähänastisista julkaisuista ehdotusten peruspiirteiden mukaisesti ryhmiteltynä.

- *Luottokelpoisuus ja takaurakenne*: Useimmat kirjoittajat korostavat, että euroalueen yhteisille houkkolainoille on tarpeen antaa turvattu asema, jonka pitäisi näkyä myös luottoluokituksessa. Korkein luottokelpoisuus turvattaisiin pääasiassa takaurakenteella ja/tai etuoikeusasemalla. Euroalueen yhteisiin houkkolainoihin sovellettavien takauksen kaksi perustyyppiä ovat peräisin kirjallisuudesta: i) yhteisvastuullinen takaus (Jones, Delpla ja von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero ja Missale, J.P. Morgan), jonka yhteydessä kukin maa takaa vuosittain euroalueen yhteisten houkkolainojen liikkeeseenlaskun kokonaisuudessaan ja ii) pro-rata-takaus (Juncker ja Tremonti, De Grauwe ja Moesen, BBVA), jonka yhteydessä yksi maa takaa ainoastaan tietyn osan liikkeeseenlaskusta. Favero ja Missale painottavat, että euroalueen yhteinen houkkolaina, jota tuetaan yhteisvastuullisilla takauksilla, voisi vähentää kriisin välittymisen ja leviämisen riskiä. Toisaalta pro-rata-takausta kannattavat kirjoittajat väittävät tällaisen takauksen vähentävän moraalikatoa. Capaldi yhdistää pro-rata-takauksen luottoluokituksen parantamisjärjestelyihin (käteispuskuri, ylitakaus, pääoma jne.) korkeimman luottoluokituksen varmistamiseksi. Delpla ja Weizsäcker, Barclays Capital ja Dübel ehdottavat, että euroalueen yhteisten houkkolainojen luottokelpoisuus varmistettaisiin antamalla niille etuoikeusasema kansallisiin houkkolainoihin nähden, sillä niinkin äärimmäisessä tapauksessa, että valtio osoittautuisi maksukyvyttömäksi, realisointiarvo olisi tarpeeksi suuri kattamaan etuoikeutetut houkkolainat. Dübelin esittämä lähestymistapa on hieman erilainen: valtion (etuoikeutetut) houkkolainat vakuutettaisiin osittain Euroopan vakaushmekanismista (EVM).
- *Moraalikato*: Tärkein perustelu vakaushoukkolainoja vastaan on moraalikato, joka johtuu heikommista kannustimista noudattaa finanssipolitiikan kurinalaisuutta. Moraalikatoa onkin käsitelty eniten kaikissa ehdotuksissa (erityisesti Issing). Jotkut kirjoittajat ehdottavat, että jäsenvaltioiden puolesta liikkeeseenlaskettujen euroalueen yhteisten houkkolainojen määrää rajoitettaisiin. Yleensä ehdotetaan, että seurattaisiin vakaush- ja kasvusopimuksessa määritettyä 60 prosentin velkakattoa. Kaikki muut lainanottotarpeet olisi rahoitettava kansallisilla houkkolainoilla. Delpla ja von Weizsäcker ovat tätä ideaa tarkastellessaan ottaneet käyttöön käsitteen sininen houkkolaina. Tämä tarkoittaa sitä, että liikkeeseenlasku jaetaan sinisiin houkkolainoihin eli erityisen likvideihin ja turvallisiin etuoikeutettuihin houkkolainoihin (jotka osallistujamaat takaavat yhteisvastuullisesti) ja punaisiin, etuoikeusasemaltaan heikompiin houkkolainoihin, jotka ovat puhtaasti kansallisia. Punaisten houkkolainojen hinnoittelu kannustaisi hallituksia budjettikuriin. Jones ja Barclays Capital's ovat samaan tapaan ehdottaneet niin velkaan kuin alijäämiin sovellettavia rajoja, joiden ansiosta julkisen velan suhde BKT:hen supistuisi asteittain. Favero ja Missale puolestaan ehdottavat euroalueen yhteisten houkkolainojen liikkeeseenlaskun rajoittamisen lisäksi, että moraalikatoon vastataan ottamalla käyttöön korvausjärjestelmä, joka perustuu kunkin jäsenvaltion maksamien korkojen sitomiseen indeksiin (jäsenvaltion luottoriskipreemion tai finanssipoliittisten muuttujien perusteella). Boonstra, De Grauwe ja Moesen, BBVA ja Natixis ehdottavat erityyppisiä palkkio/seuraamus -järjestelmiä riippuen muun muassa eri jäsenvaltioiden valmiuksista supistaa julkisyhteisöjen talouden alijäämää ja velkaa.

- Kaikki kirjoittajat ovat yhtä mieltä siitä, että euroalueen yhteisten joukkolainojen tulisi perustua nimenomaan finanssipolitiikan kurinalaisuuden parantamiseen soveltamisalasta tai takausrakenteesta riippumatta. ”Punaisen”/kansallisen liikkeeseenlaskun ohella Favero ja Missale ehdottavat, että liikkeeseenlaskuun voisivat osallistua vain jäsenvaltiot, joilla on korkein luottoluokitus, tai että liikkeeseen laskettaisiin vain lyhyen juoksuajan pieniriskisiä instrumentteja, kuten valtion velkasitoumuksia. Barclays, BBVA, Delpla ja von Weizsäcker, Eijffinger, Becker ja Issing kaavailevat riippumattomien finanssipoliittisten tarkastuselinten ja erityisten euroalueella toimien elinten perustamista koordinoimaan talous- ja finanssipolitiikkaa. Delplan ja Weizsäckerin kehittämässä järjestelmässä vuotuista osuuskienjakoa koskevan ehdotuksen tekisi riippumaton vakausneuvosto. Tämän jälkeen jako hyväksyttäisiin osallistuvien jäsenvaltioiden kansallisissa parlamenteissa, jotka toimisivat ylimpinä budjettivallan käyttäjinä päätettäessä yhteisesti taattujen (sinisten) euroalueen yhteisten joukkolainojen liikkeeseenlaskusta. Ehdotettua jakoa vastaan äänestävä maa voisi päättää joko olla laskematta tulevan vuoden aikana liikkeeseen (sinisiä) euroalueen yhteisiä joukkolainoja tai olla takamaatta tietyn liikkeeseenlaskun sinisiä joukkolainoja. Boonstra ehdottaa, että sääntöjä rikkovia maita olisi rangaistava ankarasti viipymättä esimerkiksi siten, että ne menettävät EU:n talousarviovaroja tai poliittista vaikutusvaltaansa äänestysoikeuden myötä EKP:n elimissä.
- *Liikkeeseenlaskun käytännön näkökohdat:* Useimmat kirjoittajat ehdottavat, että perustetaan yhteinen velkakonttori koordinoimaan liikkeeseenlaskua ja hoitamaan velkaa. Kun kyseessä ovat sinisten ja punaisten joukkolainojen kaltaiset ehdotukset, velan kansallisen osan liikkeeseenlaskusta huolehtisivat valtiokonttorit.
- *Osallistumisvaihtoehdot:* Becker mainitsee useita vaihtoehtoja osallistua euroalueen yhteisiin joukkolainoihin, kuten i) maiden, joilla on sama luokitus, liikkeeseenlaskemat yhteiset joukkolainat; ii) tapauskohtaiset yhteiset joukkolainat, jotka olisivat samankaltaisia kuin joidenkin Saksan osavaltioiden liikkeeseenlaskemat yhteiset joukkolainat; iii) osallistuminen yhteiseen valtion joukkolainaan vain silloin, kun Euroopan talous- ja rahaliiton maiden katsotaan täyttävän tietyt ehdot näiden vakautettua kunnollisesti julkista talouttaan taloudellisesti hyvinä aikoina tai iv) Saksan ja Ranskan kannattama yksi likvidi ja lyhytaikainen instrumentti taikka yhteiset eurooppalaiset markkinat yksinomaan valtion velkasitoumuksia varten.

Liite 3: Katsaus nykyisiin välineisiin

1. Euroopan unioni

Euroopan komissio hallinnoi tällä hetkellä Euroopan unionin puolesta kolmea ohjelmaa, joiden puitteissa se voi myöntää lainoja laskemalla liikkeeseen vieraan pääoman ehtoisia välineitä pääomamarkkinoilla yleensä nk. back-to-back-järjestelyllä. Kaikista ohjelmista myönnetään lainoja valtioille. EU:lla on Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen perusteella valtuudet hyväksyä laina- ja takausohjelmia, joissa käytetään rahoitusvaroja sen tehtävien toteuttamiseksi.

- *Maksutaseohjelmassa* EU antaa rahoitusapua euroalueen ulkopuolisille jäsenvaltioille, joilla on vakavia maksutasevaikeuksia (SEUT-sopimuksen 143 artikla).
- *ERVM-ohjelmassa* Euroopan komissiolla on valtuudet sopia EU:n puolesta lainoista, joilla rahoitetaan Euroopan rahoituksenvakautusmekanismin mukaisia lainoja (neuvoston asetusta (EU) N:o 407/2010, 11.5.2010). Joulukuusta 2010 alkaen Irlannin kanssa on sovittu 22,5 miljardin euron tukiohjelmasta ja Portugalin kanssa 26 miljardin euron tukiohjelmasta.
- *Makrotaloudellisen rahoitusavun ohjelmasta* myönnetään lainoja Euroopan unionin ulkopuolisille maille. Makrotaloudellinen rahoitusapu on politiikkalähtöinen rahoitusväline, josta myönnetään sitomatonta ja kohdentamatonta maksutasetukea kumppaneina oleville kolmansille maille (SEUT-sopimuksen 212 ja 213 artikla). Makrotaloudellinen rahoitusapu muodostuu keskipitkän/pitkän aikavälin lainoista tai avustuksista tai tällaisten lainojen ja avustusten yhdistelmästä, ja sillä täydennetään uudistuksia tukevan Kansainvälisen valuuttarahaston ohjelman yhteydessä myönnettyä rahoitusta³¹.

Luottoluokitus

EU:n AAA-luokituksen taustalla on useita tekijöitä. Lainat ovat EU:n suoria ja ehdottomia velvollisuuksia, joiden takaajana ovat kaikki EU:n jäsenvaltiot. Talousarviovarat ovat lähestulkoon kokonaan peräisin jäsenvaltioiden kansallisista parlamenteista riippumattomasti maksamista tuloista EU:n tuontimaksut ja -tullit mukaan luettuina ja kunkin jäsenvaltion alv-tulojen ja BKTL:n perusteella maksamista osuuksista. Tämän perusteella EU:n liikkeeseen laskemat joukkolainat ovat nollariskisiä, ja niitä voidaan käyttää vakuutena EKP:ssä.

Kaikessa lainanotto-toiminnassa sijoittajiin kohdistuu viime kädessä EU:n luottoriski rahoitettujen lainojen edunsaajamaiden luottoriskin sijaan. Jos lainansaajamaa laiminlyö maksuvelvollisuutensa, maksu suoritetaan EU:n talousarviosta (127 miljardia euroa vuonna 2011). EU:n jäsenvaltioilla on EU:n perussopimuksen mukainen oikeudellinen velvoite tarjota rahoitusta kaikkien EU:n velvollisuuksien täyttämiseksi.

EU:n liikkeeseenlaskun tärkeimmät piirteet

EU on laskenut tähän mennessä liikkeeseen viiteluokkaa vastaavia joukkolainoja EMTN-ohjelmassaan (keskipitkän aikavälin euromääräisiä velkakirjoja koskeva ohjelma), jonka määrärahoja on korotettu 80 miljardiin euroon Euroopan rahoituksenvakautusmekanismin (ERVM) liikkeeseenlaskun huomioon ottamiseksi. Viiteliikkeeseenlaskua jatkettiin vuoden 2008 lopussa kriisin seurauksena.

EU:sta on tullut säännöllinen viiteliikkeeseenlaskija sen jälkeen, kun ERVM otettiin käyttöön Irlannin ja Portugalin kohdalla. Vuodeksi 2011 ERVM:n yhteydessä on suunniteltu yhteensä

³¹

Lisätietoja osoitteessa

http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

noin 28 miljardin euron lainoja (13,9 miljardia euroa Irlannille ja 14,1 miljardia euroa Portugalille; maksutaseohjelma ja makrotaloudellinen rahoitusapu: noin 2 miljardia euroa). Rahoitus on pelkästään euromääräistä.

EU:n rahoitusapua maksetaan keskipitkällä aikavälillä ja sen juoksuaika on yleensä 5–10 vuotta. Maturiteetti voidaan kuitenkin pidentää 3:sta 15:een vuoteen tai joissakin tapauksissa 30 vuoteen.

Back-to-back-jälleenlainauksella varmistetaan, ettei EU:n talousarvioon kohdistu korko- tai valuuttakurssiriskejä. Back-to-back-järjestelystä huolimatta Euroopan unionin velvollisuutena on vastata joukkolainan velanhoidosta, jolla varmistetaan, että kaikki joukkolainaan liittyvät maksut suoritetaan ajoissa.

Säännöllisenä viitalainojenottajana EU:n tarkoituksena on saada aikaan likvidi tuottokäyrä edellä kuvattujen parametrien puitteissa. EU sitouttaa tärkeimmät välittäjät tarjoamaan aktiiviset jälkimarkkinat, joilla annetaan osto- ja myyntitarjouksia kaikkina aikoina, ja seuraa, että tällaisia sitoumuksia noudatetaan.

EU:n rahoituksen määrittäminen

EU:n myöntämät lainat rahoitetaan pelkästään varoista, jotka on hankittu pääomamarkkinoilta, eikä rahoitusta hankita muilta jäsenvaltioilta tai oteta talousarviosta.

Hankitut varat lainataan edelleen edunsaajamaalle back-to-back-järjestelyllä eli samalla kupongilla, samalla juoksuajalla ja samansuuruisena. Back-to-back-periaate asettaa rajoituksia EU:n liikkeeseenlaskulle: liikkeeseen laskettujen rahoitusvälineiden ominaisuudet riippuvat lainanannosta, minkä vuoksi lainasta eroavan juoksuajan tai määrän rahoittaminen ei ole mahdollista.

Maakohtaiseen ohjelmaan sisältyvä kokonaismäärä, maksuerät ja lainapaketin keskimääräinen enimmäisjuoksuaika määritetään neuvoston päätöksessä. Tämän jälkeen komissio ja edunsaajamaa sopivat lainan/rahoituksen parametreista sekä eristä ja osaeristä. Lisäksi lainan kaikkien muiden paitsi ensimmäisen erän maksaminen edellyttää IMF:n paketteja vastaavien erilaisten poliittisten ehtojen noudattamista, mikä puolestaan vaikuttaa myös rahoituksen ajoitukseen. Tämä tarkoittaa sitä, että liikkeeseenlaskun ajoitus ja juoksuajat riippuvat vastaavista EU:n lainanantotoimista.

ERVM-menettely

- (1) Jäsenvaltio, jolle poikkeukselliset tapahtumat, joihin jäsenvaltio ei voi vaikuttaa, uhkaavat aiheuttaa vakavia taloudellisia tai rahoituksellisia häiriöitä, voi pyytää EU:lta tukea Euroopan rahoituksenvakautusmekanismista.
- (2) Euroopan unionin neuvosto tekee tukea koskevan päätöksen määräenemmistöllä Euroopan komission suosituksen perusteella.
- (3) Jäsenvaltio neuvottelee komission kanssa talouden sopeutusohjelman yhdessä IMF:n ja EKP:n kanssa.
- (4) Tukea saava jäsenvaltio neuvottelee Euroopan komission kanssa yhteisymmärryspöytäkirjan yksityiskohdat ja lainasopimuksen sekä päättää täytäntöönpanosta.
- (5) Yhteisymmärryspöytäkirjan ja lainasopimuksen allekirjoittamisen jälkeen tukea saava jäsenvaltio esittää maksupyynnön, varat hankitaan kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta ja ensimmäinen osaeä asetetaan sen käyttöön. Seuraavat osaeä asetetaan jäsenvaltion käyttöön sen jälkeen, kun EU:n neuvosto on arvioinut, noudattaako kyseinen jäsenvaltio ohjelmaan liittyviä ehtoja.

2. Euroopan rahoitusvakaussväline (ERVV)

Euroalueen jäsenvaltiot perustivat Euroopan rahoitusvakaussvälineen (ERVV 1.0) Ecofin-neuvoston 9. toukokuuta 2010 tekemän päätöksen seurauksena. ERVV 1.0 perustettiin Luxemburgiin rekisteröidyksi yhtiöksi. ERVV:n päätavoite on antaa rahoitusapua euroalueen jäsenvaltioille. Osana 750 miljardin euron kokonaispakettia euroalueen jäsenvaltiot sopivat takaavansa jälleenlainausta rahoitusvaikeuksissa oleville euroalueen jäsenvaltioille yhteensä 440 miljardia euroa edellyttäen, että EU:n/IMF:n talouden sopeutusohjelman ehtoja noudatetaan.

Lainanantokyky

ERVV 1.0:ssa ERVV:n tosiasiallinen lainanantokyky on enintään 255 miljardia euroa, jotta ERVV:n joukkolainojen AAA-luokitus säilyisi (ks. jäljempänä).

Luottoluokitus

Luottoluokituslaitokset ovat antaneet ERVV 1.0:lle AAA-luokituksen. Alkuperäisen sopimuksen (ERVV 1.0) ehtojen nojalla tämä on kuitenkin heikentänyt lainanantokykyä, sillä kukin ERVV-laina edellyttää i) takauksia AAA-luokituksen saaneilta valtioilta, ii) ERVV:n kassavarannon asianmukaista osuutta vastaavia käteisvaroja ja iii) lainakohtaista käteispuskuria. AAA-luokituksen taustalla ovat erityisesti seuraavat neljä tekijää:

- (1) *Takausmekanismi:* Euroalueen jäsenvaltioiden välisessä takaussopimuksessa niiltä edellytetään peruuttamatonta ja ehdotonta takausta ERVV:n liikkeeseenlaskemien rahoitusvälineiden säännöllisten korko- ja pääomamaksujen suorittamista varten. Lisäksi takaus kattaa 120 prosenttiin asti kunkin euroalueen jäsenvaltion osuuden kaikista ERVV:n velvoitteista (pääoma ja korko) ylittämättä kuitenkaan vastaavien takaussitoumusten enimmäismäärää, kuten ERVV:n puitesopimuksen liitteessä 1 määrätään. Tästä enimmäismäärästä johtuva vajе katettaisiin kassavaroinnoista ja käteispuskurista.
- (2) *Kassavaranto:* Lainansaajalle siirrettävistä varoista vähennetään etukäteen maksettava palvelumaksu, joka on 50 peruspistettä kunkin lainan kokonaispääomasta, ja kullekin lainalle sopimuksen mukaan sen sovittuun eräpäivään mennessä kertyneen korkomarginaalin nettonykyarvo.
- (3) *Lainakohtainen käteispuskuri:* ERVV:n on kerättävä kutakin jäsenvaltiolle myönnettävää lainaa varten lainakohtainen käteispuskuri, joka on kooltaan sellainen, että AAA-takaukset kattavat kunkin ERVV:n lainan kokonaisuudessaan, ja johon sisältyy ERVV:n kassavarannon asianmukaista osuutta vastaava määrä käteisvaroja, joihin lisätään vastaava lainakohtainen käteispuskuri.
- (4) *Mahdollinen lisätuki:* ERVV:n puitesopimuksen mukaan ERVV-ohjelman kokoa voitaisiin muuttaa takaajien yksimielisellä suostumuksella. ERVV:n lainanantokykyä ei voida kuitenkaan lisätä loputtomasti, sillä se voi huonontaa takaajina olevien AAA-luokituksen saaneiden valtioiden luottopositiota. Jos jokin takaajista menettää AAA-luokituksensa, ERVV:n lainanantokyky kutistuu kyseisen maan takauksen määrää vastaavasti.

ERVV:n liikkeeseen laskemat joukkolainat ovat nollariskisiä, ja EKP voi tehdä niistä takaisinostosopimuksia. Euroalueen jäsenvaltioiden ja varsinkin AAA-luokituksen saaneiden takaajien luottokelpoisuuden mahdollinen huononeminen vaikuttaisi kielteisesti ERVV:n luottoluokitukseen. Koska ERVV:n takaukset ovat erillisvastuullisia, yhdenkin takaajana olevan AAA-luokituksen saaneen valtion luottoluokituksen alentaminen alentaisi ERVV:n AAA-luokitusta, jollei käyttöön oteta uusia luottoluokituksen parantamisjärjestelyjä.

Ehdollisuus

Kaikkeen ERVV:n rahoitustukeen on liityttävä talouden sopeutusohjelma, joka sisältää yhteisymmärryspöytäkirjan mukaiset tiukat poliittiset ehdot. Komissio neuvottelee yhteisymmärryspöytäkirjan tuensaajamaan kanssa yhdessä EKP:n ja IMF:n kanssa.

Päätöksenteko

ERVV:n varojen myöntämistä koskevat päätökset tehdään yksimielisesti.

3. Euroopan rahoitusvakaussväline (ERVV 2.0)

ERVV:n puitesopimusta on muutettu, jotta käyttöön saataisiin otettua sen koko 440 miljardin euron lainanantokyky.

Lainanantokyky

ERVV 2.0:ssa ERVV:n tosiasiallinen lainanantokyky on enintään 440 miljardia euroa, jotta ERVV:n joukkolainojen AAA-luokitus säilyisi (ks. jäljempänä).

Luottoluokitus

Luottoluokituslaitokset ovat antaneet ERVV 2.0:lle AAA-luokituksen. ERVV:n tosiasiallisen lainanantokyvyn nostamiseksi 440 miljardin euron enimmäismäärään asti ERVV:n puitesopimusta tarkistettiin, jotta AAA-luokituksen saaneiden valtioiden takausten määrä voitaisiin korottaa 440 miljardiin euroon. Tuolloin AAA-luokitus perustuu loppujen lopuksi vain yhteen tekijään eli takausmekanismiin.

Euroalueen jäsenvaltioiden välisessä takaussopimuksessa niiltä edellytetään peruuttamatonta ja ehdotonta takausta ERVV:n liikkeeseenlaskemien rahoitusvälineiden säännöllisten korko- ja pääomamaksujen suorittamista varten. Lisäksi takaus kattaa 165 prosenttiin asti kunkin euroalueen jäsenvaltion osuuden kaikista ERVV:n velvoitteista (pääoma ja korko) ylittämättä kuitenkaan vastaavien takaussitoumusten enimmäismäärää, kuten ERVV:n puitesopimuksen liitteessä 1 määrätään. ERVV:n liikkeeseen laskemat joukkolainat ovat nollariskisiä, ja EKP voi tehdä niistä takaisinostosopimuksia.

Euroalueen jäsenvaltioiden ja varsinkin AAA-luokituksen saaneiden takaajien luottokelpoisuuden mahdollinen huononeminen vaikuttaisi kielteisesti ERVV:n luottoluokitukseen. Koska ERVV:n takaukset ovat erillisvastuullisia, yhdenkin takaajana olevan AAA-luokituksen saaneen valtion luottoluokituksen alentaminen alentaisi ERVV:n AAA-luokitusta, jollei käyttöön oteta uusia luottoluokituksen parantamisjärjestelyjä.

Ehdollisuus

Kaikkeen ERVV:n rahoitustukeen liittyy yhteisymmärryspöytäkirjan mukaisia tiukkoja poliittisia ehtoja. Komissio neuvottelee yhteisymmärryspöytäkirjan tuensaajamaan kanssa yhdessä EKP:n ja IMF:n kanssa. Makrotaloudelliseen sopeutusohjelmaan kuuluvien lainojen ohella ERVV:stä voidaan myöntää luottolimiittejä, toteuttaa operaatioita joukkolainojen ensi- ja jälkimarkkinoilla sekä myöntää lainoja ohjelmien ulkopuolella rahoituslaitosten pääomapohjan vahvistamiseksi.

Päätöksenteko

ERVV:n varojen myöntämistä koskevat päätökset tehdään yksimielisesti.

4. Euroopan vakaussmekanismi (EVM)

EU:n valtion- ja hallitusten päämiehet hyväksyivät 24. ja 25. maaliskuuta 2011 EVM:n perustamisen pysyvänä kriisinhallintamekanismina turvaamaan euro ja rahoitusvakaus Euroopassa. EVM on maailman suurin kansainvälinen rahoituslaitos, jonka kokonaispääoma

on 700 miljardia euroa, josta 80 miljardia euroa on maksettua pääomaa. EVM:n oli tarkoitus aloittaa toimintansa alun perin heinäkuussa 2013, mutta toiminnan aloittamista todennäköisesti aikaistetaan vuoden 2012 puoliväliin.

5. Saksan osavaltioiden yhteiset joukkolainat

Tiettyä segmenttiä Saksan osavaltioiden (*Länder*) joukkolainamarkkinoista kutsutaan ”jumboiksi”. Jumbot ovat joidenkin Saksan osavaltioiden yhdessä liikkeeseen laskemia joukkolainoja. Tähän mennessä 5–7 osavaltion muodostamat syndikaatit ovat laskeneet liikkeeseen 38 jumbojoukkolainaa. Vuonna 1997 laskettiin liikkeeseen erityisen suuri jumbo, johon osallistui 10 osavaltiota. Jumbot on laskettu tähän asti liikkeeseen tavanomaisina joukkovelkakirjalainoina, ja keskimääräinen liikkeeseenlaskumäärä on ollut hieman yli miljardi euroa eli yli seitsemän kertaa enemmän kuin yhden osavaltion keskimääräinen liikkeeseenlasku. Jumbo-ohjelman osallistujat ovat enimmäkseen osavaltioita, joiden koko tai väestömäärä on pieni. Jumbot ovat likvidimpiä kuin tavanomaiset osavaltioiden joukkolainat, minkä vuoksi osavaltioiden varainhoitajat ovat vähemmän alttiita likviditeettiriskipreemioille melko pieniin yhden liikkeeseenlaskijan joukkolainoihin verrattuna. Sijoittajan näkökulmasta katsottuna jumbo on strukturoitu joukkolaina, joka koostuu erillisistä vaateista joukkolainaan osallistuvia osavaltioita kohtaan sen mukaan, mikä on niiden osuus yhteisessä joukkolainassa. Näin ollen osavaltioilla on erillinen (ei yhteinen) vastuu liikkeeseenlaskusta.

Joukkolainan pääpiirteet

- Liikkeeseenlaskujen määrä: yleensä 2–3 liikkeeseenlaskua vuodessa
- Juoksuajat: 5–10 vuotta
- Koko: 1–1,5 mrd euroa
- Liikkeeseenlaskua koordinoi ja maksajavirastona toimii yksi osavaltio.

Luottoluokitus

Liikkeeseenlaskut ovat saaneet Fitchiltä AAA-luokituksen. Luokituksen taustalla on, että Fitch on aivan viimeaikoihin asti antanut kaikille Saksan osavaltioille AAA-luokituksen *Länderfinanzausgleich*-menettelyn vuoksi (kyseessä on rahoituksentasausjärjestelmä, johon sisältyy solidaarinen ja implisiittinen takausmekanismi osavaltioiden ja viime kädessä liittovaltion välillä). Tämä selittää myös sen, miksi Fitchin ja muiden laitosten luottoluokitukset eroavat usein toisistaan. Fitch ei enää luokittele kaikkia Saksan osavaltioita.

Fitchin mukaan AAA-luokitus kuvastaa yhteiseen liikkeeseenlaskuun osallistuvien kaikkien seitsemän Saksan osavaltion luottokelpoisuutta osavaltiotasolla. Se perustuu vankkoihin, Saksan liittovaltion kaikkiin jäseniin sovellettaviin tukimekanismeihin ja kyseisiä jäseniä hyödyttäviin laajoihin likviditeettisopimuksiin, joilla varmistetaan maksujen suorittaminen ajoissa ja saadaan osavaltion luottokelpoisuus vastaamaan Saksan liittotasavallan luottokelpoisuutta. Fitch korostaa, että tukimekanismeja sovelletaan yhdenmukaisesti Saksan liittovaltion kaikkiin jäseniin eli liittohallitukseen (Bund) ja 16 osavaltioon. Erot osavaltioiden taloudellisissa ja rahoituksellisissa tuloksissa eivät ole olennaisia, sillä kaikilla osavaltioilla on yhtäläiset mahdollisuudet saada vaikeassa rahoitustilanteessa rahoitustukea liittohallitukselta. Saksan osavaltioiden joukkolainat ovat nollariskisiä, ja EKP voi tehdä niistä takaisinostosopimuksia.

Liite 4: Asiakirjat ja markkinakäytännöt

Kuten 4 jaksossa todetaan, vakausjoukkolainan käyttöönotto edellyttäisi erilaisten turvaominaisuuksien ja markkinakäytäntöjen määrittämistä. Niihin voisivat sisältyä seuraavat:

- Vakausjoukkolainan liikkeeseenlaskuun sovellettava tuomiovalta: ERVV- ja EU/ERVM-joukkolainat lasketaan liikkeeseen Englannin lainsäädännön mukaisesti, mutta vakausjoukkolainan kohdalla voi syntyä vastustusta tätä kohtaan poliittisella tasolla.
- Arvopaperien maturiteettirakenne: Vakausjoukkolainan rahoitusstrategiaa määritettäessä olisi i) kehitettävä viiteliikkeeseenlasku ja tuottokäyrä ja ii) optimoitava rahoituskustannukset, sillä liikkeeseenlasku on joissakin tuottokäyrän segmenteissä kalliimpaa kuin toisissa. Lyhytaikaisten arvopaperien (valtion velkasitoumukset) liikkeeseenlasku pidempien maturiteettien ohella parantaisi varainhankinnan joustavuutta ja varsinkin rahoituksen saatavuutta.
- Kuponkityypit (kiinteä-, vaihtuva- ja nollakorkoinen, inflaatioon sidottu): Viitelaina-aseman kehittämisen helpottamiseksi voi olla aluksi suositeltavaa keskittyä tavallisiin ("plain vanilla") arvopaperirakenteisiin. Tämä helpottaisi myös asiaan liittyvien johdannaisinstrumenttien – erityisesti optioiden ja futuurien – kehittämistä.
- Arvopaperipörssit: ERVV- ja EU/ERVM-joukkolainat listataan tällä hetkellä Luxemburgin pörssissä. Tämä voisi olla riittämätöntä vakausjoukkolainan kohdalla huolimatta siitä, että listautuminen useammassa pörssissä aiheuttaisi lisäkustannuksia.
- Katteensiirtokäytännöt: Käytännöt olisi vahvistettava niin, että niillä tuetaan instrumenttien houkuttavuutta, esim. lyhytaikaisen arvopaperin osalta t+1 (lyhytaikaisten valtiokonttorin tavoitteiden helpottamiseksi) ja pitkäaikaisen arvopaperin osalta t+3 (katteensiirron epäonnistumisen riskin minimoimiseksi).
- Strategia sijoittajapohjan luomiseksi ja säilyttämiseksi: On luotava suhteet mahdollisiin sijoittajiin. Tämä saattaa edellyttää päätösten tekemistä esimerkiksi siitä, tarvitaanko päämarkkinatakaajien ryhmää ja kuinka vähittäiskauppasektori yhdistetään toimintaan.
- Käyttöön olisi otettava yhteistoimintalausekkeita, jotta vakavaraisuuteen liittyvät tulevat kysymykset saadaan ratkaistua organisoitua menettelyä noudattaen.

Lähdeluettelo

- Assmann, Ch. and J. Boysen-Hogrefe (2011), Determinants of government bond spreads in the euro area: in good times as in bad, Institut für Weltwirtschaft Kiel, forthcoming in *Empirica*.
- Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, A proposal to restore euro area stability, 18.8.2011
- 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, huhtikuu 2010
- Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Speech at the Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, Poros, 8.7.2011, <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, huhtikuu 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. and W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, touko/kesäkuu 2009, s.132–135.
- Delpla, J. and von Weizsäcker, J. (2010), The Blue Bond Proposal, *Breugel Policy Briefs 420*, Bruegel, Bryssel 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, maaliskuu 2009
- Eijffinger, S.C.W. (2011), Eurobonds – Concepts and Implications, *Briefing Note to the European Parliament*, maaliskuu 2011
- Favero, C.A. and 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, by Philip Plickert, 19.7.2011, <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, maaliskuu 2010
- Jones, E. (2011), Framing the Eurobond, ISPI Commentary, 1.9.2011

J.P. Morgan (2011), Designing and pricing the gold-plated Stability Bond, Global Fixed Income Markets Weekly, 26.8.2011

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

NATIXIS (2011), What bonus/penalty system for the Stability Bond? Flash Economics No 613, 22.8.2011

Prodi, Romano and Alberto Quadrio Curzio (2011), EuroUnionBond ecco ci che va fatto, Il Sole 24 hore, 23.8.2011

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, 5.12.2010, <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*, 5.12.2010



EUROPEISKA KOMMISSIONEN

Bryssel den 23.11.2011
KOM(2011) 818 slutlig

GRÖNBOK

om möjligheterna att införa stabilitetsobligationer

GRÖNBOK

om möjligheterna att införa stabilitetsobligationer

1. MOTIV TILL OCH FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR STABILITETSOBLIGATIONER¹

1.1. Bakgrund

Syftet med den här grönboken är att inleda ett brett offentligt samråd om konceptet **stabilitetsobligationer**. Tanken är att alla berörda parter och andra som har intresse av frågan ska kunna delta, exempelvis medlemsstater, finansmarknadens aktörer, finansmarknadens branschorganisationer och den akademiska världen inom och utanför EU, liksom allmänheten. Samrådet ska ge Europeiska kommissionen underlag för att fastställa hur det är lämpligt att arbeta vidare med frågan.

I grönboken görs en bedömning av genomförbarheten för **gemensamma emissioner av statsobligationer (nedan kallade stabilitetsobligationer)** för euroområdet medlemsstater och villkoren för detta². I dag är det medlemsstaterna som på decentraliserad basis emitterar statspapper i euroområdet, genom olika emitteringsförfaranden. Införandet av gemensamma emissioner av stabilitetsobligationer skulle innebära att medlemsstaterna för samman sina emissioner av statspapper och de tillhörande intäktsflödena och delar på räntebetalningarna. Detta skulle avsevärt ändra strukturen på euroområdets marknad för statsobligationer, som är det största segmentet av euroområdets finansmarknad som helhet (se bilaga 1 för mer detaljer om marknaderna för statsobligationer i euroområdet).

Begreppet **gemensamma emissioner** diskuterades först av medlemsstaterna i slutet av 1990-talet när Giovanninigruppen (som har gett kommissionen råd om eurorelaterad utveckling på kapitalmarknaden) lade fram en rapport med olika tänkbara sätt att samordna emissionerna av statsobligationer i euroområdet³. I september 2008 återuppstod intresset för gemensamma emissioner bland marknadsaktörerna när European Primary Dealers Association (EPDA) lade fram diskussionsunderlaget *A Common European Government Bond*⁴. Där bekräftades att euroområdets marknader för statsobligationer fortfarande var mycket fragmenterade nästan tio år efter eurons införande och diskuterades fördelarna och nackdelarna med gemensamma emissioner. År 2009 diskuterade kommissionens avdelningar åter frågan om gemensamma emissioner i rapporten *EMU@10*.

¹ I den offentliga diskussionen och litteraturen används normalt termen "euroobligationer". Kommissionen anser att den viktigaste egenskapen hos ett sådant instrument skulle vara att öka den finansiella stabiliteten i euroområdet. I linje med ordförande Barrosos tal till unionen den 28 september 2011 används "stabilitetsobligationer" i denna grönbok.

² I princip skulle gemensamma emissioner kunna omfatta även medlemsstater utanför euroområdet, men de skulle då vara förenade med växelkursrisker. Flera medlemsstater utanför euroområdet har redan en stor del av sina obligationer i euro, så detta bör inte utgöra något större hinder. Samtliga EU-medlemsstater kan ha ett intresse av att bifalla stabilitetsobligationen, i synnerhet om detta skulle hjälpa dem att minska och säkra sina finansieringskostnader och få positiva ekonomiska effekter på den inre marknaden. Ur stabilitetsobligationens perspektiv blir förmodligen de positiva effekterna större ju fler medlemsstater som deltar, framför allt genom ökad likviditet.

³ Giovanninigruppen: *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 Se *A European Primary Dealers Association Report Points to the Viability of a Common European Government Bond*, <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436>.

Den allt djupare statsskuldskrisen i euroområdet har utlöst en bred debatt om genomförbarheten för gemensamma emissioner⁵. Ett stort antal politiker, marknadsanalytiker och universitetsföreträdare har förespråkat gemensamma emissioner, eftersom detta skulle kunna vara ett kraftfullt instrument för att lösa likviditetsproblem i flera medlemsstater i euroområdet. Därför begärde Europaparlamentet att kommissionen skulle undersöka om gemensamma emissioner var genomförbara. Detta gjordes i samband med antagandet av lagstiftningspaketet om euroområdets ekonomiska styrning och parlamentet underströk att gemensamma emissioner av euroobligationer förutsätter att ytterligare ett steg tas mot en gemensam ekonomisk politik och finanspolitik⁶.

Gemensamma emissioner har vanligtvis betraktats som något som är tänkbart på längre sikt, men senare tids debatt har fokuserat på att de skulle kunna ge mer näraliggande potentiella vinster som ett sätt att minska påfrestningarna på statspappermarknaden. Därmed skulle stabilitetsobligationer inte införas i slutet av en process mot ytterligare ekonomisk och skattemässig konvergens, utan de skulle införas parallellt med ökad konvergens och främja inrättandet och genomförandet av den ram som är nödvändig för en sådan konvergens. Ett sådant parallellt tillvägagångssätt förutsätter omedelbara avgörande framsteg i processen mot ekonomisk, finansiell och politisk integrering inom euroområdet.

Stabilitetsobligationen skulle skilja sig från existerande gemensamt utfärdade instrument. Stabilitetsobligationerna skulle vara ett instrument som utformats för den dagliga finansieringen av euroområdets offentliga sektor genom gemensamma emissioner. I detta hänseende bör de skiljas från andra gemensamma emissioner av obligationer i Europeiska unionen och euroområdet, exempelvis emissioner för att finansiera externt bistånd till medlemsstater och tredjeländer⁷. Emissionen av stabilitetsobligationer skulle alltså vara av betydligt större omfattning och vara mer kontinuerlig än de befintliga formerna av nationella eller gemensamma emissioner.

Emissionen av stabilitetsobligationer skulle kunna vara centraliserad till ett enda organ eller förbli decentraliserad på nationell nivå med nära samordning mellan

⁵ Se bilaga 2 för en översikt över de analysbidragen till diskussionen om stabilitetsobligationer.

⁶ I Europaparlamentets resolution av den 6 juli 2011 om den finansiella, ekonomiska och sociala krisen: rekommendationer om åtgärder och initiativ (2010/2242(INI)) fastställs följande: "...13. Europaparlamentet begär att kommissionen ska undersöka ett framtida system för euroobligationer för att fastställa villkoren för att ett sådant system ska gynna alla deltagande medlemsstater och hela euroområdet. Parlamentet påpekar att euroobligationer skulle innebära ett konkurrenskraftigt alternativ till den amerikanska obligationsmarknaden i dollar, och att de skulle främja marknadsintegration på den europeiska statspappersmarknaden, lägre lånekostnader, ökad likviditet, budgetdisciplin och efterlevnad av stabilitets- och tillväxtpakten, främja samordnade strukturella reformer, samt göra kapitalmarknaderna mer stabila vilket skulle främja idén om att euron är en global "trygg hamn". Parlamentet erinrar om att den gemensamma emissionen av euroobligationer kräver ytterligare ett steg mot en gemensam ekonomisk politik och finanspolitik. 14. Europaparlamentet betonar därför att när euroobligationer ska emitteras bör emissionen begränsas till en skuldkvot på 60 procent av BNP med solidariskt ansvar och kompletteras med incitament för att minska statsskulden till denna nivå. Parlamentet föreslår att det övergripande syftet med euroobligationer bör vara att minska statsskulden och undvika överdrivet risktagande samt spekulation mot euron. Parlamentet konstaterar att tillgång till sådana euroobligationer skulle kräva överenskommelse om och genomförande av mätbara skuldminskingsprogram."

⁷ T.ex. kommissionens emissioner inom ramen för betalningsbalansfaciliteten/EFSM och EFSF:s emissioner eller emissioner för finansiering av storskaliga infrastrukturprojekt med en gränsöverskridande dimension (t.ex. projektobligationer som eventuellt kan utfärdas av kommissionen). De olika typerna av gemensamma emissioner och andra instrument som liknar stabilitetsobligationerna diskuteras i bilaga 3.

medlemsstaterna. Fördelningen av intäktsflöden och skuldbetalningar kopplade till stabilitetsobligationerna skulle återspegla medlemsstaternas respektive emissionsandelar. Beroende på det tillvägagångssätt som väljs för emission av stabilitetsobligationer skulle medlemsstaterna kunna ta solidariskt ansvar för hela eller delar av räntebetalningarna, vilket innebär att kreditriskerna på motsvarande sätt skulle bäras gemensamt.

Stabilitetsobligationerna får många konsekvenser som inte begränsas till det rent tekniska området utan berör frågor som nationell suveränitet och processen för ekonomisk och politisk integrering. Några exempel är stärkt samordning av den ekonomiska politiken och den ekonomiska styrningen, större ekonomisk konvergens och, för några alternativ, behovet av ändringar av fördraget. Ju mer ländernas kreditrisk bärs gemensamt, desto mindre blir marknadens volatilitet men samtidigt minskas även de enskilda ländernas marknadsdisciplin. Den finanspolitiska stabiliteten skulle därmed vara mer beroende av disciplin som säkras genom politiska processer. Mindre tekniskt är också att några av villkoren för att stabilitetsobligationer ska bli framgångsrika är en hög grad av politisk stabilitet och förutsägbarhet eller graden av stöd från de penningpolitiska myndigheterna.

Viktigt är att varje typ av stabilitetsobligation skulle behöva kompletteras med väsentligt förstärkt finanspolitisk övervakning och politisk samordning, för att undvika överdrivet risktagande, säkerställa hållbara offentliga finanser, stärka konkurrensen och minska skadliga makroekonomiska obalanser.

Detta skulle med nödvändighet påverka det finanspolitiska oberoendet, vilket gör en diskussion i euroområdet medlemsstater högst angelägen.

Då sådana frågor kräver allvarliga överväganden, har kommissionen antagit detta dokument för att sätta igång en nödvändig politisk debatt och ett offentligt samråd om möjligheterna och villkoren för stabilitetsobligationer.

1.2. Bakgrund

Debatten om en gemensam emission har utvecklats avsevärt sedan euron infördes. I början handlade motivet till en gemensam emission huvudsakligen om effektivitetsfördelarna på marknaden genom ökad likviditet på euroområdets statsobligationsmarknad och i euroområdets finansiella system i allmänhet. På senare tid, i samband med den nuvarande statsskuldkrisen har debattens tyngdpunkt förskjutits mot stabilitetsaspekter. Mot denna bakgrund är de främsta fördelarna med en gemensam emission följande:

1.2.1. Hantering av den rådande krisen och förebygga framtida statsskuldkriser

Utsikterna till stabilitetsobligationer kunde försvaga den nuvarande statsskuldkrisen, eftersom medlemsstaterna med hög obligationsränta ("yield") skulle kunna gynnas av att medlemsstater med låg obligationsränta får ökad kreditvärdighet. Även om införandet av stabilitetsobligationer kan ta tid (se avsnitt 2), kunde förhandsgodkännande av en gemensam emission påverka marknadens förväntningar och därmed sänka genomsnittliga och marginella finansieringskostnader för de medlemsstater som för närvarande har finansieringsproblem. För hållbara effekter måste en färdplan mot gemensamma obligationer åtföljas av samtidiga åtaganden om starkare ekonomisk styrning, vilket skulle trygga att en nödvändig finanspolitisk och strukturell anpassning sker för att säkerställa de offentliga finansernas hållbarhet.

1.2.2. Stärka euroområdet finansiella stabilitet

Stabilitetsobligationer skulle göra euroområdets finansiella system mer motståndskraftigt mot framtida störningar och skulle därigenom öka den finansiella stabiliteten. Stabilitetsobligationer skulle ge alla deltagande medlemsstater en säkrare tillgång till omfinansiering, förebygga plötsliga upplåningsproblem på grund av omotiverad riskovillighet och/eller flockbeteende bland investerare. Stabilitetsobligationer skulle därför utjämna marknadens volatilitet och minska eller eliminera behovet av kostsamma stöd- och räddningsinsatser för medlemsstater vars marknadsupplåning tillfälligt omöjliggjorts. De positiva effekterna av sådana obligationer är beroende av hur de eventuellt försvagade incitamenten till budgetdisciplin hanteras. Denna aspekt diskuteras närmare i avsnitten 1.3 och 3.

Euroområdets banksystem skulle dra nytta av tillgången till stabilitetsobligationer. Stora banker investerar vanligen i statspapper, då de har låg risk, låg volatilitet och är likvida. Statspapper fungerar också som likviditetsbuffertar, eftersom de kan säljas till relativt stabila priser eller kan användas som säkerhet vid omfinansiering. I bankernas innehav av statspapper finns det emellertid en klar övervikt för hemlandets, vilket skapar en viktig länk mellan deras finansiella ställning och hemländernas. Om ställningen i hemlandets offentliga finanser försämras väsentligt, äventyras oundvikligen tillgängliga säkerheters kvalitet för det inhemska banksystemet. Detta utsätter bankerna för omfinansieringsrisker både när det gäller interbankmarknaden och tillgången till eurosystemets lånemöjligheter. Stabilitetsobligationer skulle vara en mer robust säkerhet för alla banker i euroområdet och skulle minska deras sårbarhet när enskilda medlemsstater får sämre kreditbetyg. Andra institutionella investerare, som livförsäkringsföretag och pensionsfonder, som tenderar att ha en relativt hög andel inhemska statsobligationer, skulle också ha nytta av en mer homogen och stabil tillgång i form av stabilitetsobligationer.

1.2.3. Effektivisera penningpolitiken

Stabilitetsobligationer skulle effektivisera penningpolitiken i euroområdet. Statsskuldskrisen har gjort penningpolitiken mindre effektiv, i och med att statsobligationernas räntenivå har fluktuerat kraftigt på mycket volatila marknader. I vissa extrema fall har marknadernas normala funktion störts så att ECB har tvingats ingripa via programmet för värdepappersmarknaderna. Stabilitetsobligationer skulle skapa en större reserv av säkra och likvida tillgångar. Detta skulle kunna säkerställa att de penningpolitiska villkor ECB fastställer smidigt och konsekvent via statsobligationsmarknaden skulle påverka företagens och hushållens lånekostnader och i sista hand den samlade efterfrågan.

1.2.4. Effektivisera marknaden

Stabilitetsobligationer skulle effektivisera euroområdets statsobligationsmarknad och det finansiella systemet i hela euroområdet. Emission av stabilitetsobligationer skulle kunna möjliggöra en stor och högljöd marknad, med en enda referensränta i motsats till den nuvarande situationen med många länderspecifika riktmärken. Marknaden för stabilitetsobligationer skulle vara likvid och ha hög kreditkvalitet, vilket skulle ge låg referensränta och motsvara låg kreditrisk och låga likviditetspremier (se ruta 1). En enda referensränta för "riskfria" stabilitetsobligationer med alla löptider skulle bredda obligationsmarknaden och stimulera icke-statliga emittenter, exempelvis företag, kommuner och finansföretag. En likvid referensränta i euroområdet skulle också få många eurodenominerade derivatmarknader att fungera bättre. Införandet av stabilitetsobligationer

kunde bli ytterligare en katalysator för att integrera det europeiska värdepappersavvecklingssystemet, parallellt med det planerade införandet av ECB:s alleuropeiska gemensamma avvecklingsplattform för TARGET2-värdepapper (T2S) och eventuella andra lagstiftningsåtgärder på EU-nivå. På dessa olika sätt skulle införandet av stabilitetsobligationer kunna sänka finansieringskostnaderna för både den offentliga och privata sektorn i euroområdet och därigenom tillvarata ekonomins långsiktiga tillväxtpotential.

Faktaruta 1: Stabilitetsobligationers förväntade räntenivå – det empiriska underlaget

Införandet av stabilitetsobligationer borde öka likviditeten på euroområdets statsobligationsmarknader och därmed minska den likviditetspremie som investerare implicit betalar för innehavet av statsobligationer. Denna ruta är ett försök att kvantifiera hur stora besparingar en lägre likviditetspremie skulle ge. En andra komponent i stabilitetsobligationers förväntade räntenivå, nämligen den sannolika riskpremien, har visat sig vara mer kontroversiell. För stabilitetsobligationer skulle både likviditets- och kreditpremier huvudsakligen bero på vilka alternativ som valts för sådana obligationers utformning och säkerhetsstruktur.

I flera empiriska analyser har räntenivån på hypotetiska gemensamt emitterade obligationer jämförts med den genomsnittliga räntenivån på existerande obligationer. I dessa analyser antas att vid en gemensam emission varken likviditetspremiens minskning eller kreditriskens ökning avviker från medlemsstaternas genomsnittliga kreditbetyg. Carstensen (2011) skattade att räntenivån på gemensamma obligationer, om så bara ett vägt genomsnitt av medlemsstaternas räntesatser, skulle ligga 2 procentenheter över den tioåriga tyska statsobligationen. I en annan beräkning (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011)) dras slutsatsen att skillnaden i räntenivå mot tyska statsobligationer skulle bli 0,5–0,6 procentenheter. Det underliggande resonemanget är att finanspolitiska variabler är nyckelfaktorer för statspappers räntespread. I finanspolitiska termer skulle euroområdet aggregerade räntespread vara jämförbar med Frankrikes. Därför skulle räntenivån på gemensamma obligationer i stort sett motsvara franska obligationers. En analys av J.P Morgan (2011) med en jämförbar metod ger ett liknande spann på cirka 0,5–0,6 procentenheter. En ytterligare analys som den franska banken Natixis gjort (2011) tyder på att gemensamma obligationer skulle kunna prissättas cirka 20 punkter över nuvarande obligationer med kreditbetyg AAA. Favero och Missale (2010) påstår att obligationsräntan i USA, justerat för växelkursen, är ett bra riktmärke för räntan på gemensamma obligationer. För de senares syfte skulle vara att få euroområdets obligationsmarknader att likna USA-marknaden vad gäller kreditrisk och likviditet. De finner att under åren före finanskrisen låg tyska statsobligationers räntenivå cirka 40 punkter under statsobligationernas i USA, vilket då skulle motsvara likviditetsvinsterna med att emittera gemensamma obligationer på samma villkor som USA-obligationer.

För att ge en uppskattning av de potentiella vinsterna för likviditetspremiernas del, har kommissionen gjort en statistisk analys av alla emissioner av statsobligationer i euroområdet efter 1999. Emissionsvolymen används som närmevärde på obligationsemissionernas likviditet och koefficienten i en regression avgör de möjliga vinsterna med större obligationsemissioner⁸ (volymen är nämligen den mest tillgängliga indikatorn, även om den kan göra att vinsterna för likviditetspremiernas del underskattas). I en första modell används uppgifter om medlemsstater i euroområdet med kreditbetyget AAA (markerade med "AAA" i tabellen) och i en andra modell används uppgifter om alla tillgängliga medlemsstater i euroområdet (markerade med "AA"). I den andra modellen finns också kontroller för kreditbetyget på respektive emission. Det visar sig att alla koefficienter är signifikanta på konventionella nivåer, och 70–80 % av variationen kan förklaras med skattningen.

Tabell: Modellskattningar och förväntad förändring av räntenivån p.g.a. lägre

likviditetspremier	<i>Historiskt genomsnitt 1999-2011</i>			<i>2011 års marknadsläge</i>		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Räntenivå (i %) – modellbaserad	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Med USA-marknadens volymer	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

För att få fram likviditetspremievinsten användes modellskattningens koefficienter för att simulera den potentiellt minskade räntan på obligationer, om de hade emitterats med den genomsnittliga USA-volymen i stället för euroområdets genomsnittliga emissionsvolym. Således fungerar emissionsvolymen i USA som ett ställföreträdande exempel på hur likvid en stabilitetsobligationsmarknad kan bli. I ett första steg beräknades likviditetsfördelen på den

⁸ Emissionsvolymerna är registrerade i Dealogic och har anpassats för att inbegripa relaterade emissioners volymer med liknande löptid och likviddag. För att justera för skillnaderna i tidsberoende marknadsvillkor, införs kontrollvariabler för räntenivåns effekter (den tvååriga swap-räntan) och för durationer (skillnaden mellan den tioåriga och tvååriga swap-räntan) vid tidpunkten för respektive emission.

genomsnittliga historiska ""portföljräntan"" sedan 1999. För en jämförelse gjordes samma beräkningar med utgångspunkt från marknadsläget sommaren 2011.

Av tabellens andra rad framgår det att räntenivån genom större emissionsvolymmer skulle öka med i storleksordningen 10–20 punkter i euroområdet, alltefter kreditbetyget. Den var dock relativt opåverkad av om historiskt eller aktuellt marknadsläge användes. Motsvarande räntevinster skulle för Tyskland bli cirka 7 punkter. Simuleringarna visar att de förväntade vinsterna för likviditetspremiernas del är ganska begränsade och minskar för medlemsstater som redan har det högsta kreditbetyget.

Det är uppenbart att medlemsstaterna med i dag hög obligationsränta skulle gynnas av både gemensamt burna kreditrisker och gemensamma obligationers förbättrade likviditet. Emellertid skulle medlemsstaterna med i dag låg obligationsränta få högre räntenivå, om inte kreditriskerna förbättrades för emittenterna med i dag hög obligationsränta. I princip skulle kompensande särskilda betalningar kunna omfördela de med likviditetspremierna förknippade vinsterna, men utan bättre styrelseformer kan den allmänna kreditkvaliteten på euroområdets skulder faktiskt försämrats till följd av sämre marknadsdisciplin så att medlemsstaterna med i dag låg obligationsränta skulle få ökade finansieringskostnader.

1.2.5. Öka eurons roll i det globala finansiella systemet

Stabilitetsobligationer skulle underlätta portföljinvesteringar i euro och främja ett mer balanserat globalt finansiellt system. Marknaden för USA-statsobligationer och euroområdets sammanlagda marknad för statsobligationer har jämförbar storlek, men de i euro denominerade statsobligationerna är fragmenterade. Det innebär att mycket större volymer USA-statsobligationer finns tillgängliga än för någon enskild nationell emittent i euroområdet. Sedan 1999 har tioåriga USA-statsobligationer haft en i genomsnitt nästan dubbelt så stor emissionsvolym som tyska Bund och ännu större än för andra EU-medlemsstater. Enligt tillgängliga uppgifter är handelsvolymerna på spotmarknaden för USA-statsobligationer också flera gånger större än på motsvarande marknad i euroområdet, där likvida medel har flyttat till derivatsegmentet. Hög likviditet är en av de faktorer som bidrar till den framträdande och privilegierade roll som USA-statsobligationer har i det globala finansiella systemet (och som stöder sig på den amerikanska dollarn som enda internationell reservvaluta). Detta är attraktivt för institutionella investerare. Därför skulle stabilitetsobligationers större emissionsvolymer och mer likvida andrahandsmarknader stärka eurons ställning som internationell reservvaluta.

1.3. Villkor

Stabilitetsobligationer skulle innebära betydande fördelar i form av finansiell stabilitet och ekonomisk effektivitet men samtidigt är det viktigt att ta itu med potentiella nackdelar. Därför måste viktiga ekonomiska, juridiska och tekniska villkor uppfyllas. Nedan diskuteras dessa villkor som kan innebära fördragsändringar och förändringar av EMU:s och Europeiska unionens institutionella utformning.

1.3.1. Begränsa överdrivet risktagande

Stabilitetsobligationer får inte leda till minskad budgetdisciplin i euroområdets medlemsstater. Ett framträdande drag sedan euron lanserades har varit finanspolitikens inkonsekventa marknadsdisciplin i de deltagande medlemsstaterna. Statsobligationernas räntenivå i euroområdet har uppvisat stor konvergens under eurons första årtionde, men detta kan i efterhand inte motiveras med budgetutfallet i medlemsstaterna. Korrigeringen har sedan 2009 varit abrupt, möjligen något överdriven. Trots denna inkonsekvens bekräftar de senaste erfarenheterna att marknaderna kan disciplinera den nationella finanspolitiken i euroområdet. Med vissa typer av stabilitetsobligationer skulle sådan disciplin försvagas eller helt försvinna,

i och med att euroområdet medlemsstater helt eller delvis gemensamt skulle bära kreditriskerna för sin offentliga skuld, vilket innebär risker för överdrivet risktagande. Överdrivet risktagande är ett inneboende drag i gemensam emission och kan bli ett faktum, om alla deltagare skulle dela kreditrisken till följd av bristande enskild finanspolitisk disciplin.

Eftersom emissionen av stabilitetsobligationer kan försvaga marknadsdisciplinen, krävs det betydande ändringar av de ekonomiska styrningsramarna i euroområdet. Det skulle krävas ytterligare skydd för tryggheten av hållbara offentliga finanser. Skyddet skulle behöva inriktas på inte bara finanspolitisk disciplin utan också på ekonomisk konkurrenskraft (se avsnitt 3). Antagandet av det nya ekonomiska styrningspaketet erbjuder redan ett betydande skydd, som kommer att förstärkas av nya förordningar baserade på artikel 136⁹. Med stabilitetsobligationer kan det emellertid krävas ytterligare insatser – särskilt om kreditrisker ska bäras gemensamt. Om stabilitetsobligationer skulle uppfattas som ett sätt att kringgå marknadsdisciplinen, skulle deras acceptans bland medlemsstater och investerare äventyras.

Grundläggande för ansvarsfull, stabilitetsinriktad politik är en försiktig finanspolitik under goda ekonomiska tider och snabba korrigeringar av avvikelser från den vägen. Emellertid har erfarenheten visat att mera omfattande makroekonomiska obalanser, inklusive förlorad konkurrenskraft, kan få mycket negativa effekter på de offentliga finanserna. Den ökade politiska samordning som införandet av stabilitetsobligationer kräver måste därför också innebära att makroekonomiska obalanser ska undvikas och korrigeras.

Säkerställa hög kreditkvalitet och att alla medlemsstater gynnas av stabilitetsobligationer

För att accepteras av investerare måste stabilitetsobligationer ha hög kreditkvalitet. Stabilitetsobligationer bör utformas och emitteras så att investerare uppfattar dem som en mycket säker placering. Högsta möjliga kreditbetyg skulle bidra starkt till att stabilitetsobligationer blir accepterade och framgångsrika. Lägre kreditbetyg skulle inverka negativt på dess pris (högre räntenivå än i övrigt) och på investerares villighet att förvärva tillräckligt stora emissionsvolymen. Så skulle ske, om medlemsstaternas nationella AAA-emissioner fortsatte och alltså samexisterade och konkurrerade med stabilitetsobligationer. Hög kreditkvalitet skulle också behövas för att etablera stabilitetsobligationer som ett internationellt riktmärke och främja utvecklingen och effektiviteten på de relaterade marknaderna för futures och optioner.¹⁰ För övrigt bör stabilitetsobligationerna ha en så överblickbar konstruktion, att investerarna kan bedöma de underliggande säkerheterna. Annars finns det risk för att investerarna förblir skeptiska till det nya instrumentet och att obligationsräntan blir betydligt högre än för de mer kreditvärdiga medlemsstaterna.

En hög kreditkvalitet blir också viktig för att alla medlemsstater i euroområdet ska acceptera stabilitetsobligationer. En nyckelfråga är hur risker och vinster ska fördelas mellan medlemsstater. I vissa former skulle stabilitetsobligationer innebära att medlemsstater med en i dag lägre kreditvärdighet än genomsnittet får lägre finansieringskostnader, medan medlemsstater där den redan är högre än genomsnittet till och med kunde ådra sig

⁹ Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om gemensamma bestämmelser för övervakning och bedömning av utkast till budgetplaner och säkerställande av korrigering av alltför stora underskott i medlemsstater i euroområdet.

¹⁰ Erfarenheterna av att kreditvärdera EFSF-obligationer har visat att högre kreditbetyg på obligationen än de deltagande medlemsstaternas genomsnittsgarantier åstadkoms med olika verktyg som likviditetsbuffertar, förlusttäckningskapital och högre garantier än emissionsvolymen. Detta har varit komplicerat i EFSF-fallet men kan visa sig användbart för att stärka stabilitetsobligationernas kreditbetyg.

nettoförluster, om den gemensamt burna kreditrisken skulle dominera över de positiva likviditetseffekterna. För att de medlemsstater som redan har AAA-status ska stödja stabilitetsobligationer krävs därför försäkringar om att det nya instrumentet ska ha en lika hög kreditkvalitet, så att investeringskostnaderna för deras skulder inte ökar. Som tidigare sagts förutsätter detta att man framgångsrikt lyckas minska överdriven risktagning. Stabilitetsobligationerna skulle få ännu bättre acceptans genom en mekanism som fördelade vissa av fonderingfördelarna mellan medlemsstaterna med högre respektive lägre kreditbetyg (se ruta 2).

Kreditbetyget för stabilitetsobligationer skulle i första hand bero på kreditvärdigheten på de deltagande medlemsstaterna och den underliggande garantistrukturen¹¹.

- Med proportionella (ej solidariska) garantier skulle varje medlemsstat som ställer garantier vara ansvarig för sin skuldandel inom stabilitetsobligationen enligt en särskild bidragsnyckel¹². Under förutsättning att medlemsstaterna skulle fortsätta att få specifika kreditbetyg, skulle sänkt kreditbetyg för en stor medlemsstat högst sannolikt leda till en motsvarande sänkning av stabilitetsobligationen, även om detta inte nödvändigtvis skulle få konsekvenser för kreditbetyget för andra medlemsstater. I nuläget när endast sex medlemsstater i euroområdet har kreditbetyget AAA, skulle en stabilitetsobligation med denna garantistruktur högst förmodligen inte tilldelas kreditbetyget AAA och skulle även kunna få samma värdering som den sämst värderade medlemsstaten, om den inte stöds genom en kreditförstärkning.
- Med proportionella (ej solidariska) garantier förstärkta av förmånsrätt och säkerheter, skulle alla medlemsstater som lämnar garantier vara ansvariga för sin del av emissionen av stabilitetsobligationer. För att se till att stabilitetsobligationer alltid kommer att återbetalas, även i händelse av en medlemsstats betalningsinställelse, skulle ett antal former av kreditförstärkning kunna övervägas av medlemsstaterna. För det första skulle förmånsrättsstatus kunna gälla för emissioner av stabilitetsobligationer. För det andra skulle stabilitetsobligationer partiellt kunna förenas säkerheter i tillgångar (t.ex. kontanter, guld, aktier i offentliga företag, etc.). För det tredje skulle särskilda intäktsströmmar kunna vara öronmärkta för att täcka kostnader för skuldtjänstbetalningar kopplade till stabilitetsobligationer. Detta skulle kunna leda till att stabilitetsobligationer erhöll kreditbetyget AAA, även om nationella obligationer från medlemsstater med sämre kreditvärdighet förmodligen skulle drabbas av en relativ betygsförsämring.
- Med flera och gemensamma garantier skulle alla medlemsstater som lämnar garantier vara ansvariga inte bara för sin del av utfärdande stabilitetsobligationer utan även för de andelar som en annan medlemsstat inte kan garantera¹³. Även med denna garantistruktur kan man inte utesluta att kreditbetyget för stabilitetsobligationerna skulle kunna påverkas om ett begränsat antal medlemsstater med kreditbetyget AAA skulle vara tvungna att garantera mycket stora skulder från medlemsstater med lägre kreditbetyg. Det finns också en risk för att i en Extremsituation en lavin av nedgraderingar av kreditbetyg skulle kunna sättas i rörelse. Om till exempel en större medlemsstat med kreditbetyget AAA får sänkt kreditbetyg skulle stabilitetsobligationen kunna nedgraderas, vilket i sin tur skulle kunna försämma kreditbetygen för övriga deltagande medlemsstater. Följaktligen behövs det

¹¹ I detta avsnitt används uttrycken proportionell garanti och solidarisk garanti i ekonomisk mening som inte behöver vara samma som den rättsliga definitionen.

¹² Såsom EU:s budget eller ECB:s fördelningsnyckel.

¹³ I sådana fall ska den deltagande medlemsstaten ha en fordran på den medlemsstat som inte klarar sina åtaganden.

lämpliga skyddsmekanismer för att säkerställa budgetdisciplin bland de deltagande medlemsstaterna genom ett starkt ramverk för ekonomisk styrning, (eventuellt i förening med förmånsrätt för stabilitetsobligationer i förhållande till nationella obligationer i ett alternativ där dessa skulle fortsätta att existera.

Ruta 2: Möjlig omfördelning av finansieringsfördelar mellan medlemsstaterna

Risken för överdrivet risktagande i fråga om utfärdande av stabilitetsobligationer med gemensamma garantier skulle kunna åtgärdas genom en mekanism som omfördelar en del av finansieringsfördelarna av utfärdande av stabilitetsobligationer mellan medlemsstater med högre och lägre kreditbetyg. En sådan mekanism skulle kunna leda till att alla medlemsstater som har euron som valuta gynnas av utfärdandet av stabilitetsobligationer. Ett exempel med två medlemsstater kan användas för att illustrera detta:

De bägge medlemsstaternas offentliga skuld uppgår till cirka två miljarder euro. Medlemsstat A erbjuder en obligationsränta ("yield") på 2 %, medan medlemsstat B erbjuder en obligationsränta på 5 % för nationellt emitterade obligationer med femårig löptid. Emissionen av stabilitetsobligationer skulle finansiera bägge medlemsstaterna fullt ut, med en löptid på fem år och en ränta på 2 %. De två medlemsstaterna skulle utfärda hälften av stabilitetsobligationerna var.

Delar av finansieringsfördelen som medlemsstat B skulle få från emissionen av stabilitetsobligationer skulle kunna omfördelas till medlemsstat A. Som exempel skulle en rabatt motsvarande 100 räntepunkter för medlemsstat A kunna finansieras via en fördel på 300 räntepunkter för medlemsstat B. Slutsatsen blir att stabilitetsobligationen skulle kunna finansiera medlemsstat A med en obligationsränta på 1 % och finansiera medlemsstat B med en obligationsränta på 3 %. Båda medlemsstaterna skulle få lägre finansieringskostnader jämfört med nationellt utfärdande.

Givetvis måste mekanismen för intern fördelning av fördelarna med utfärdande av stabilitetsobligationer behöva utformas, men skulle vara kopplad till den relativa utvecklingen av de offentliga finanserna inom ramen för den ekonomiska styrningen euroområdet.

1.3.2. Säkra överensstämmelse med EU-fördraget

För att införandet av stabilitetsobligationer ska bli framgångsrikt är förenlighet med EU-fördraget en nödvändighet. För det första får stabilitetsobligationerna inte strida mot förbudet i fördraget att "lösa ut medlemsstater". Stabilitetsobligationernas förenlighet med de nuvarande fördragen beror på vilken lösning man väljer. Vissa alternativ kan kräva ändringar i relevanta fördrags bestämmelser. Enligt artikel 125 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt får medlemsstaterna inte åta sig en annan medlemsstats förpliktelser.

Att utfärda stabilitetsobligationer med solidarisk betalningsskyldighet skulle resultera i att man bryter mot förbudet att "lösa ut andra länder". I en sådan situation skulle en medlemsstat i praktiken vara ansvarig oaktat dess "reguljära" andel enligt fördelningsnyckeln, ifall en annan medlemsstat inte skulle fullgöra sina finansiella förpliktelser. I detta fall vore en ändring av fördraget nödvändig. Detta vore möjligt genom det förenklade förfarandet om man inrättar ett gemensamt skuldförvaltningskontor för euroområdet inom ramen för en mellanstatlig överenskommelse. Om detta kontor direkt underställs EU-lagstiftningen skulle det dock sannolikt kräva att det ordinarie förfarandet tillämpas eftersom EU:s befogenheter skulle utvidgas. Om man inte etablerar en särskild grund i fördraget skulle en metod som baseras på EU-lagstiftningen sannolikt kräva att artikel 352 i EUF-fördraget tillämpas, vilket erfordrar enhällighet i rådet och Europarlamentets godkännande. Emission av stabilitetsobligationer och den närmare ekonomiska och finanspolitiska samordning som blir nödvändig för att man ska lyckas förutsätter också sannolikt betydande ändringar i ett antal medlemsstaters lagstiftning¹⁴.

Att emittera stabilitetsobligationer som garanteras proportionellt men inte solidariskt vore möjligt inom ramen för gällande fördragsbestämmelser. Om den europeiska

¹⁴ I t.ex. den tyska författningsdomstolens avgörande av den 7 september 2011 förbjuds tyska lagstiftande organ att inrätta en permanent mekanism "som skulle resultera i ett betalningsansvar för andra medlemsstaters frivilliga beslut, särskilt om de får konsekvenser som är svåra att beräkna." Det kräver också att även i ett system av mellanstatliga styrelseformer, måste parlamentet behålla kontrollen över grundläggande budgetpolitiska beslut.

stabilitetsmekanismens godkända utlåningsvolym till exempel skulle ökas och lånevillkoren ändras – så att den europeiska stabilitetsmekanismen kan låna ut de belopp som upplånats på marknaderna till alla medlemsstater i euroområdet – kunde överensstämme med artikel 125 i EUF-fördraget skapas, förutsatt att den proportionerliga fördelningsnyckel som är kopplad till stabiliseringsmekanismen är oförändrad. Samma resonemang skulle gälla för ett eventuellt gemensamt skuldförvaltningskontors emissioner, vars skulder skulle fördelas strikt proportionellt.

Fördragsändringar skulle också krävas om mer inskränkande ramar för ekonomisk styrning av euroområdet skulle införas. Beroende på stabilitetsobligationernas särskilda egenskaper skulle det vara nödvändigt att skärpa den finanspolitiska och ekonomiska styrningen och övervakningen i de deltagande medlemsstaterna för att undvika överdrivet risktagande. Ytterligare kvalitativa ändringar av styrformerna – utöver de förslag som ingår i det paket som lades fram den 23 november – kommer sannolikt att kräva fördragsändringar. I avsnitt 3 diskuteras mer ingående sådana alternativ till skärpt finanspolitisk styrning.

2. ALTERNATIVA METODER FÖR ATT EMITTERA STABILITETSOBLIGATIONER

Många möjliga alternativ för att utfärda stabilitetsobligationer har föreslagits, särskilt sedan statsskuldskrisen i euroområdet utlöstes. Dessa alternativ kan generellt indelas i tre metoder, som tar hänsyn till i vilken utsträckning som nationella emissioner ersätts (helt eller delvis) och arten av underliggande garantier (solidariska eller proportionerliga). De tre huvudmetoderna är¹⁵

- (1) fullständig ersättning av nationella emissioner med stabilitetsobligationer som garanteras solidariskt,
- (2) delvis ersättning av nationella emissioner med stabilitetsobligationer som garanteras solidariskt, och
- (3) delvis ersättning av nationella emissioner med stabilitetsobligationer som garanteras proportionellt men inte solidariskt.

I detta avsnitt utvärderas de tre metoderna med avseende på de fördelar och förutsättningar som anges i avsnitt 1.

2.1. Metod 1: Fullständig ersättning av nationella emissioner med stabilitetsobligationer som garanteras solidariskt

Enligt denna metod skulle eurorådets offentliga finansiering fullt ut tillgodoses genom emission av stabilitetsobligationer och nationella emissioner skulle upphöra. Medlemsstaterna skulle kunna emittera stabilitetsobligationer decentraliserat genom ett samordnat förfarande. Det vore dock effektivare att inrätta ett gemensamt skuldförvaltningskontor i euroområdet¹⁶. Detta centrala kontor skulle emittera stabilitetsobligationer på marknaden och fördela intäkterna mellan medlemsstaterna i

¹⁵ En fjärde metod som innebär fullständig ersättning med stabilitetsobligationer och proportionella men inte solidariska säkerheter skulle också vara möjlig, men övervägs inte, eftersom det inte skulle skilja sig väsentligt från befintliga emissionsordningar. Dessutom kan man ta fram hybridmetoder, t.ex. flera garantier för skuldförbindelser kombinerat med en begränsad solidarisk garanti för att täcka kortfristiga likviditetsbehov.

¹⁶ Se avsnitt 4 där för- och nackdelarna med centraliserad och decentraliserad emission klargöras.

förhållande till deras respektive finansieringsbehov. Kontoret skulle samtidigt hantera stabilitetsobligationerna och ta upp räntebetalningar och amorteringar från medlemsstaterna. Stabilitetsobligationerna skulle emitteras med solidarisk säkerhet för samtliga medlemsstater i euroområdet, vilket innebär att deras kreditrisk skulle bäras gemensamt. Eftersom det är fråga om solidarisk säkerhet skulle kreditbetygen för de större länderna i euroområdet troligen väga tungt då stabilitetsobligationerna värderas. Stabilitetsobligationer som skulle emitteras i dag skulle sannolikt få ett högt kreditbetyg. Det är dock nödvändigt att mer ingående analysera hur de motgarantier som ingår i stabilitetsobligationerna utformas och vilka effekter de får på kreditbetygen och räntesatserna.

Fördelarna med stabilitetsobligationerna kan på effektivast sätt uppnås med denna metod. Genom att fullt ut ersätta nationella emissioner med stabilitetsobligationer skulle man säkra fullständig refinansiering för alla medlemsstater oberoende av tillståndet i de nationella offentliga finanserna. Därigenom skulle man kunna komma tillrätta med de allvarliga likviditetsproblem som vissa länder drabbats av i dag och en upprepning skulle kunna undvikas i framtiden. Denna metod skulle också skapa en mycket stor och homogen marknad för stabilitetsobligationer, med stora fördelar i form av likviditetstillgång och lägre likviditetsriskpremier. De nya stabilitetsobligationerna skulle skapa en gemensam referensobligation för euroområdet och på så sätt tillhandahålla en effektivare referensram för prissättning på risker i hela euroområdets finanssystem. Genom att ge finansiella institut i alla medlemsstater högkvalitativa säkerheter, som garanteras av den offentliga sektorn, maximeras fördelarna med gemensam emission genom att förbättra återhämtningsförmågan för euroområdets finanssystem och penningpolitikens genomslagskraft. Stabilitetsobligationerna skulle med denna metod ge det globala finanssystemet en alternativ ”säker” marknad av en storleksordning och med en likviditet jämförbar med de amerikanska statsobligationerna och skulle således i högsta grad främja eurons internationella ställning.

Samtidigt skulle denna metod väsentligt öka riskerna för överdrivet risktagande. Medlemsstater skulle lätt kunna åka snålskjuts på andra medlemsstaters disciplin, utan att det får konsekvenser för deras egna finansieringskostnader. Därför skulle denna metod kräva mycket fasta ramar för budgetdisciplin, ekonomisk konkurrenskraft och minskad makroekonomisk obalans på det nationella planet. En sådan ram skulle jämfört med dagsläget kräva ett ytterligare viktigt steg mot ekonomisk, finansiell och politisk integration. Utan en sådan ram skulle dock denna ambitiösa metod att emittera stabilitetsobligationer sannolikt inte uppnå resultat som medlemsstaterna och investerare skulle anse vara godtagbara. Med hänsyn till att det skulle krävas solidariska garantier för stabilitetsobligationer och strikta underliggande ramar för budgetdisciplin och ekonomisk konkurrenskraft skulle denna metod för emittering av stabilitetsobligationer med största sannolikhet kräva fördragsändringar.

Med denna metod skulle man behöva fastställa vilken andel av den offentliga skulden som skulle finansieras med stabilitetsobligationer. I flera medlemsstater emitteras inte obligationer enbart av nationella regeringar utan även av regionala regeringar eller kommunala myndigheter¹⁷. I princip kan man välja att även inkludera emission på lokal nivå. Den uppenbara fördelen vore att de potentiella fördelarna med marknadsstabilitet, likviditet och integration skulle breddas. Det skulle också vara förenligt med den EU-strategi för finanspolitisk övervakning, som täcker den offentliga sektorns samtliga skulder och underskott. Å andra sidan skulle gemensam emission av de centrala regeringarna enbart skapa en mer överskådlig och säkrare ordning. Nationella regeringars uppgifter är i regel mer lättillgängliga, vilket inte alltid är fallet med lokala myndigheter. Emissionen skulle dessutom

¹⁷ Detta gäller särskilt Tyskland och i mindre utsträckning Spanien och Frankrike.

endast täcka underskott som helt kontrolleras av nationella regeringar. Sett ur ett rent marknadsmässigt perspektiv skulle sådana stabilitetsobligationer enbart ersätta allmänt kända statsobligationer, vilket skulle underlätta bedömningen och värderingen av de nya stabilitetsobligationerna¹⁸.

Införandefasen för denna metod kan organiseras på olika sätt beroende på i vilken takt man önskar att införandet ska ske. Väljer man ett snabbare införande skulle nyemitteringen helt ske i form av stabilitetsobligationer och utestående statsobligationer skulle konverteras till nya stabilitetsobligationer – det vill säga att en viss mängd nationella statsobligationer byts ut mot nya stabilitetsobligationer. Största fördelen med detta alternativ är att det nästan omedelbart skapas en likvid marknad med en fullständig referens för avkastningskurvan. Återköp av kvarvarande obligationer skulle också minska de akuta finansieringsproblemen i medlemsstater med höga skulder och höga räntor. Att genomföra detta är dock komplicerat och kräver noggrann kalibrering av omräkningskursen för att minimera störningar på marknaden. Alternativet kunde vara en mer successiv ordning, det vill säga fullständig eller kanske enbart partiell ny bruttoemission per medlemsstat av stabilitetsobligationer, medan återstående statsobligationer i euroområdet skulle förbli i omlopp på andrahandsmarknaden. Marknaderna skulle därmed successivt kunna vänja sig vid det nya instrumentet och utveckla analytiska/prissättningsverktyg, vilket minskar riskerna för störningar på marknaden. Med denna metod skulle det dock ta flera år att bygga upp en komplett marknad för stabilitetsobligationer (beroende på utestående obligationers löptid) och de positiva fördelarna skulle därmed försenas. När det gäller utestående äldre obligationsemissioner skulle detta segment successivt minska och ersättas med stabilitetsobligationer och nyemitterade nationella obligationer. Den samlade likviditeten i detta segment skulle således minska med tiden och därmed skulle likviditetspremien för kvarvarande obligationer successivt öka.

Eftersom denna metod kräver en fördragsändring kommer dess genomförande sannolikt att dra ut på tiden.

2.2. Metod nr 2: Delvis ersättning av nationella emissioner med stabilitetsobligationer som garanteras solidariskt

Med denna metod understöds emitteringen av stabilitetsobligationer med solidarisk säkerhet, men skulle enbart ersätta en begränsade del av nationella emitteringar. Den emittering som inte är stabilitetsobligationer skulle även fortsättningsvis omfattas av respektive nationella garantier. Denna metod för gemensam emittering kallas även för den ”blå-röda-metoden”¹⁹. Detta innebär att marknaden för statsobligationer i euroområdet skulle bestå av två separata delar:

- *Stabilitetsobligationer* (eller ”blå obligationer”): Stabilitetsobligationer skulle enbart emitteras upp till en på förhand fastställd nivå och således inte nödvändigtvis täcka alla medlemsstaters totala finansieringsbehov. Dessa obligationer skulle omfattas av solidarisk säkerhet och kräva en enhetlig refinansieringssats för samtliga medlemsstater²⁰.

¹⁸ Om stabilitetsobligationerna skulle få en så snäv täckning skulle det innebära att medlemsstaterna måste åta sig att inte utfärda egna nationella eller andra statliga obligationer, däribland deras delstatsnivåenheter, ifall dessa ingår i systemet för gemensam emission.

¹⁹ Se Delpa, J. och von Weizsäcker, J. (2010). De föreslår ett skuldtak på 60 % av BNP utgående från Maastrichtkriterierna.

²⁰ I likhet med metod 1 skulle emitteringen av stabilitetsobligationer ske decentraliserat, men sannolikt förvaltas effektivare genom ett centralt skuldförvaltningskontor.

- *Nationella statsobligationer* ("röda obligationer"). Återstående emittering som krävs för att finansiera medlemsstaternas budgetar skulle emitteras på nationell nivå och garanteras med nationella säkerheter. Följaktligen skulle nationella obligationer i praktiken efterställas stabilitetsobligationer eftersom dessa omfattas av solidarisk säkerhet²¹. Volymen på varje medlemsstats nationella emissioner skulle vara beroende av den överenskomna volymen på gemensam emittering av stabilitetsobligationer och dess samlade refinansieringsbehov. Beroende på den kvarvarande nationella obligationsmarknadens storlek och landets kreditvärdighet skulle dessa nationella obligationer få länderspecifika likviditets- och kreditegenskaper och således olika avkastning på marknaden, även på grund av att den nationella kreditrisken skulle koncentreras till nationella obligationer, vilket ökar kreditrisken²². Genom att öka marknadstrycket på nationella emissioner skapas marknadsdisciplin.

En viktig aspekt på denna metod är de särskilda kriterierna för att fastställa de relativa andelarna av stabilitetsobligationer och nationella obligationer. Huvudalternativen är följande:

- *Ett enkelt regelbaserat system:* Varje medlemsstat skulle exempelvis få rätt till en viss mängd stabilitetsobligationer i förhållande till en given procentsats av dess BNP, vilket kan återspegla kriterierna i fördraget på 60 %. En viktig aspekt som man måste ta hänsyn till är hur stor risk som koncentreras på den nationella (den efterställda) andelen, eftersom denna är beroende av storleken på den gemensamma emitteringen (ju större andel stabilitetsobligationer desto större riskkoncentration på den resterande nationella emitteringen). Det kan vara lämpligt att fastställa gränsen på en mer försiktig nivå för att undvika onödiga kreditrisker för nationella emitteringar, samtidigt som man fortfarande kan dra nytta av likviditetsfördelarna vid gemensam emittering.
- *Ett mer flexibelt system kopplat till den politiska efterlevnaden:* Den maximala mängden stabilitetsobligationer som en medlemsstat får emittera kan fastställas som ovan. Den övre gränsen skulle dock alltid vara kopplad till medlemsstatens efterlevnad av reglerna och rekommendationerna inom ramen för euroområdet styrramar. Bristande efterlevnad kunde straffas (eventuellt automatiskt) genom att sänka den övre gränsen för berörda medlemsstats respektive stabilitetsobligationer (se även avsnitt 3). Detta system skulle också fungera som en praktiskt taget automatisk stabilisator för stabilitetsobligationernas kreditkvalitet eftersom en medlemsstat som inte har budgetdisciplin skulle få sin andel minskad.

Trovärdigheten för taket för stabilitetsobligationsemissionen skulle vara en nyckelfaktor. När tilldelningen av blå obligationer är uttömd kan medlemsstaternas finansieringskostnader komma att öka avsevärt. Detta kan leda till politiskt tryck för att öka taket. Om det inte finns starka garantier mot sådana påtryckningar kan förväntningar om ett "mjukt" tak till stor del undanröja disciplinerings effekterna från den blå-röda strategin. Oberoende av kriterierna för att fastställa taket för stabilitetsobligationsemissionen, skulle det

²¹ Att nationella obligationer får en underordnad ställning gäller enbart i samband med nyemitterade nationella obligationer, det vill säga obligationer som emitterats efter det att stabilitetsobligationerna infördes. Omvänt kommer "gamla" eller "kvarvarande" nationella obligationer att få samma status som stabilitetsobligationer eftersom en ändring av deras status tekniskt sett skulle innebära en betalningsinställelse.

²² Delpla och von Weizsäcker menar att eftersom det finns en stor risk för betalningsinställelse bör röda skulder huvudsakligen hållas utanför banksystemet genom att inte längre vara berättigade till ECB-refinansieringstransaktioner och underställas mycket stränga kapitalkrav i banksystemet.

därför vara av största vikt att detta tak bibehålls och att det inte anpassas på ett godtyckligt sätt, t.ex. som svar på politiska påtryckningar.

Denna strategi för stabilitetsobligationsemission är mindre ambitiös än strategin med en fullständig emission som beskrivs ovan och ger ett sämre resultat i form av ekonomiska och finansiella fördelar. Eftersom stabilitetsobligationer har förmånsrätt över de nationella obligationerna och garantistruktur skulle de ha en mycket låg kreditrisk, vilket avspeglas i höga kreditbetyg (dvs. AAA). Obligationsräntan (yield) på stabilitetsobligationer skulle därför vara jämförbar med obligationsräntan för befintliga statsobligationer med betyget AAA i euroområdet. Följaktligen skulle det finnas motsvarande fördelar i form av finansiell stabilitet i euroområdet, penningpolitisk transmission och eurons internationella roll, även om dessa fördelar inte skulle vara lika stora som för den mer ambitiösa strategin om att helt och hållet ersätta stabilitetsobligationsemissioner med en nationell emission. Eftersom uppbyggnadsfasen av stabilitetsobligationsemitteringen mot det överenskomna taket med största sannolikhet skulle ta flera år, skulle alla medlemsstater, under inledningsskedet, ha mycket bred tillgång till finansmarknaderna via stabilitetsobligationer. Detta skulle undanröja eventuella likviditetsbegränsningar bland vissa medlemsstater, men under denna perioden innebära samma risker för överdrivet risktagande som diskuterades i avsnitt 2.1 under fullständig emittering. Med tanke på att det skulle krävas en återgång till nationell emittering för dessa sistnämnda medlemsstater om obligationstaket skulle nås, skulle de behöva tillhandahålla garantier för att de under denna tid gör de budgetanpassningar och strukturreformer som krävs för att säkerställa investerarnas förtroende och därigenom bibehålla marknadstillgång till kapitalmarknaden efter den inledande perioden. Obligationsräntan på nyligen emitterade nationella obligationer skulle dock öka på grund av deras lägre status. Slutligen, under förutsättning att en rimligt stor andel av obligationsemissionen har uppnåtts, förväntas marknaden vara likvid, men mindre likvid än om alla emitteringar hade varit i stabilitetsobligationer eftersom de resterande nationella obligationerna också skulle ha en viss marknadsandel.

Å andra sidan skulle förhandsvillkoren för emittering av stabilitetsobligationer vara något mindre bindande enligt denna strategi. Att fastställa ett tak för stabilitetsobligationsemissionen skulle bidra till att minska det överdrivna risktagandet genom att upprätthålla en viss marknadsdisciplin genom den resterande nationella emitteringen. Förhållandet mellan överdrivet risktagande, marknadsdisciplin och spridningsrisk vid fastställande av det lämpliga stabilitetsobligationstaket är inte enkelt. Ett relativt lågt stabilitetsobligationstak (vilket innebär att en stor mängd resterande nationell emittering) skulle minska det överdrivna risktagandet, men det skulle kunna innebära att medlemsstaterna har kvar befintligt höga skuldnivåer och att de blir utsatta för risken för en katastrofartad betalningsinställelse på sina nationella emissioner. En sådan katastrofartad betalningsinställelse skulle innebära spridningsrisker för euroområdet som helhet. Ett relativt högt stabilitetsobligationstak (vilket innebär en liten mängd resterande nationell emittering) skulle innebära en ökad risk för överdrivet risktagande men det skulle fortfarande innebära att det finns risk för betalningsinställelse i en medlemsstat med mindre katastrofala konsekvenser och mindre spridningsrisk för euroområdet som helhet. En stabil ram för att upprätthålla disciplinen i de offentliga finanserna och den ekonomiska konkurrenskraften på nationell nivå skulle fortfarande krävas för att stödja stabilitetsobligationsemissionen, även om den marknadsdisciplin som tillhandahålls genom bevarandet av nationell emittering kan innebära en mindre dramatisk överföring av suveränitet än enligt strategin med fullständig emittering av stabilitetsobligationer. Under tiden skulle valet av tak också bestämma stabilitetsobligationens sannolika kreditkvalitet. Ett relativt lågt tak skulle förstärka

kreditvärdigheten för stabilitetsobligationer genom att begränsa de skuldbelopp som omfattas av de starkare solidariska garantierna²³. Den solidariska garantin för stabilitetsobligationer skulle med största säkerhet kräva ändringar av fördragen.

Processen för införande enligt denna strategi kan återigen organiseras på olika sätt beroende på önskad införandetakt. Genom en snabbare infasning skulle en viss andel av de utestående statsobligationerna i euroområdet ersättas av stabilitetsobligationer vid en förutbestämd tidpunkt utifrån på förhand specificerade faktorer. Detta skulle snabbt skapa en kritisk massa av utestående stabilitetsobligationer och en tillräckligt likvid marknad med en komplett referensavkastningskurva. Det skulle dock innebära att de flesta medlemsstater uppnår taken vid tidpunkten för övergången och att de skulle vara tvungna att fortsätta att ge ut nationella obligationer på kapitalmarknaderna. Under nuvarande marknadsförhållanden kan detta utgöra ett hinder för vissa medlemsstater. Inom ramen för ett mer gradvist införande skulle alla (eller så gott som alla) nya bruttoemissioner för medlemsstaterna ligga i stabilitetsobligationer tills det satta taket för emission av stabilitetsobligationer uppnåtts. Eftersom enbart (eller nästan enbart) stabilitetsobligationer skulle emitteras under flera år, skulle denna strategi bidra till att minska marknadstrycket och ge sårbara medlemsstater tid för reformer att få avsedd verkan. Särskilda utmaningar dyker emellertid upp under övergångsperioden, eftersom kraftigt skuldyngda länder har större och mer frekventa refinansieringsbehov. Såvida man inte kommer överens om andra arrangemang kommer deras omläggning av skulden till stabilitetsobligationer att vara snabbare än genomsnittet, medan det skulle ta längre tid för länder med skulder som ligger på en nivå under taket. Följaktligen skulle den enskilda risken, som en eventuell ”solidarisk” garanti täcker, väga över mot den högre risksidan i övergångsfasen, medan å andra sidan likviditetseffekten, som skulle kompensera AAA-länderna, fortfarande skulle vara liten. Detta måste avspeglas i styrningsarrangemangen. Ett alternativ skulle t.ex. kunna vara att fastställa årliga fördefinierade tak, som långsamt ökar från noll och upp till det önskade långsiktiga värdet.

På grund av behovet av förändringar av fördraget, kan genomförandet av denna strategi, liksom för strategi 1, ta lång tid, även om den lägre graden av nödvändiga förändringar av den ekonomiska styrningen och budgetstyrningen, på grund av marknadens partiella beroende av signalering och disciplinering, kan göra genomförandeförfarandet mindre komplicerat och tidskrävande.

Faktaruta 3: Pakt för skuldinlösen och säkra obligationer

Som ett särskilt exempel på alternativet med partiell emission, presenterade det tyska rådet av ekonomiska experter (GCEE) i sin årsrapport 2011/2012²⁴ ett förslag om säkra obligationer ingående i en skuldminskningsstrategi för hela euroområdet som syftar till att få ner den offentliga skuldsättningen under det tak på 60 % av BNP som föreskrivs i Maastrichtfördraget.

²³ I Bruegels förslag fastställs taket till 60 % av BNP, genom att använda Maastricht-kriteriet som referens men även andra förslag med lägre tak har lagts fram. Det har hävdats att ett tillräckligt lågt tak praktiskt taget garanterar att risken för betalningsinställelse för euroobligationer är noll. Ett standardantagande i prissättningen av risk för betalningsinställelse är att, i händelse av betalningsinställelse kan 40 % av skulden återvinnas. Att tillämpa ett sådant beaktande för utlandsskuld skulle innebära att ett tak under återvinningsvärdet skulle innebära att räntor och amorteringar under alla villkor kommer att betalas för den skuld som emitterats enligt den gemensamma ordningen.

²⁴ Offentliggjord den 9 november 2011, , punkterna 9–13 och 184–197.

En av pelarna i strategin är en så kallad skuldinlösenfond. Inlösenfonden innebär att den offentliga skuld som överstiger 60 % av de enskilda ländernas BNP skulle läggas samman för medlemsstaterna i euroområdet. Den skulle baseras på solidariskt ansvar. Varje deltagande land skulle, enligt en fastställd konsolideringsplan, vara skyldiga att självständigt lösa in den överförda skulden under en period på 20–25 år. Det solidariska ansvaret under återbetalningsfasen innebär att säkra obligationer därigenom skulle skapas. I praktiken skulle inlösenfonden utfärda säkra obligationer och intäkterna skulle användas av de deltagande länderna för att täcka deras på förhand fastställda nuvarande finansieringsbehov för inlösen av utestående obligationer och ny upplåning. Skuldöverföringen skulle därför ske gradvis över cirka fem år. Medlemsstater med skulder över 60 % av BNP skulle därför inte behöva söka finansiering på marknaden under överföringsfasen så länge de följer den förbestämda skuldminskningssplanen. Efter denna fas skulle den utestående skuldnivån i euroområdet omfatta i) nationella skulder upp till 60 % av ett lands BNP, och ii) skuld som överförts till inlösenfonden motsvarande resten av skulden vid tidpunkten för överföringen. Vissa frågor är olösta, exempelvis om fondens risk och om vilka effekter säkerheter för fondens obligationer innebär för deras faktiska prioritet.

GCEE:s pakt för skuldinlösen kombinerar (tillfälligt) gemensamt emission och strikta regler för anpassning av de offentliga finanserna. Detta är inte ett förslag om stabilitetsobligationer i den mening som avses i denna grönbok, eftersom gemensam emission skulle vara tillfällig och användas endast för medlemsstater med en offentlig skuld överstigande 60 % av BNP. GCEE föreslår i stället att det införs ett tillfälligt finansieringsverktyg som skulle ge samtliga medlemsstater i euroområdet tid, och finansiellt andrum, att få ner skulden under 60 % av BNP. När detta mål har nåtts kommer fonden och säkra obligationer automatiskt att avvecklas. Därför är säkra obligationer ett krisverktyg snarare än ett sätt att varaktigt integrera euroområdets marknader för statsobligationer. Om än tillfälligt skulle pakten för skuldinlösen bidra till att lösa det nuvarande problemet med stor skuldsättning.

2.3. Alternativ nr 3: Nationell emission ersätts delvis med emission av stabilitetsobligationer med proportionella men inte solidariska garantier

Enligt detta alternativ skulle stabilitetsobligationer återigen endast delvis ersätta nationell emission och skulle stödjas av proportionella garantier från euroområdet medlemsstater²⁵. Detta alternativ skiljer sig från alternativ nr 2 genom att medlemsstaterna skulle behålla ansvaret för sina respektive andelar av stabilitetsobligationsemissionen samt för sin nationella emission. Frågorna avseende fördelningen mellan stabilitetsobligationer och nationell emission, inklusive valet av tak för stabilitetsobligationsemissionen, skulle dock i stort sett vara samma.

Detta alternativ för stabilitetsobligationer skulle ge färre av fördelarna med gemensam emission men skulle också kräva att färre villkor måste vara uppfyllda. Genom att det finns flera, men inte gemensamma, garantier skulle ett överdrivet risktagande (moralisk risk) motverkas. Medlemsstaterna kan inte göra emissioner som drar nytta av en eventuellt högre kreditvärdighet i andra medlemsstater. Dessutom skulle den fortsatta emissionen av nationella obligationer utsätta medlemsstaterna för marknadens kontroll och bedömning, vilket skulle fungera som ett ytterligare, möjligt och vid vissa tidpunkter, starkt avskräckande medel mot oansvarigt finanspolitiskt beteende. Detta alternativ skulle visserligen vara av mer begränsad nytta när det gäller att främja effektivitet och stabilitet på de finansiella marknaderna, men det skulle vara enklare och snabbare att genomföra. Genom att det finns proportionella men inte solidariska garantier skulle medlemsstater som är utsatta för höga riskpremier gynnas avsevärt mindre av kreditvärdigheten i medlemsstater med låg avkastning än i alternativ nr 2 och särskilt än i alternativ nr 1. Det möjliga bidrag som alternativ nr 3 skulle kunna ge till att mildra en skuldcrisis inom euroområdet och dess möjliga effekter på finanssektorn skulle vara mycket mer begränsat. Mot bakgrund av att det sannolikt skulle gå mycket snabbare att genomföra detta alternativ, skulle det emellertid, till skillnad från de båda andra alternativen, kunna bidra till en lösning på den nuvarande skuldcrisen.

Den centrala frågan i detta alternativ är vilken form av garanti som ska stödja stabilitetsobligationerna. I avsaknad av kreditförstärkning skulle kreditvärdigheten hos en stabilitetsobligation stödd av proportionella men inte solidariska garantier i bästa fall vara det (vägda) genomsnittet av kreditvärdigheten i euroområdets medlemsstater. Den skulle till och med kunna avgöras av kreditkvaliteten i den medlemsstat som har sämst kreditbetyg, såvida de inte har trovärdig förmånsrätt över nationella emissioner i alla medlemsstater (se nedan). Detta skulle minska instrumentets acceptans hos investerare och hos medlemsstater med högre kreditbetyg och motverka stabilitetsobligationernas fördelar, särskilt deras stryktålighet i tider av finansiell stress.

För att öka stabilitetsobligationernas acceptans i detta alternativ, skulle kvaliteten på de underliggande garantierna kunna förbättras. Medlemsstaterna skulle kunna prioritera återbetalningen av stabilitetsobligationer. Medlemsstaterna skulle kunna tillhandahålla säkerheter, exempelvis kontanter, guldreserver som vida överstiger behoven i de flesta EU-länder, samt öronmärka särskilda skatteintäkter för återbetalning av stabilitetsobligationer. Mer än för alternativ nr 2, där den gemensamma delen understöds av solidariska garantier, är genomförbarheten av detta alternativ beroende av den gemensamma emittentens prioritetsstatus och av en försiktig gräns för gemensam emission. Detta visar att det behövs en

²⁵ Ett sådant tillvägagångssätt övervägdes i Giovannini-gruppens rapport (2000) – men genom decentraliserad emission – och har senare föreslagits av De Grauwe och Moesen (2009), Monti (2010) och Juncker och Tremonti (2010).

noggrann analys av konsekvenserna av detta alternativ för nuvarande obligationer i omsättning, där vissa negativa utfästelseklausuler kan förekomma, och att lämpliga lösningar måste identifieras.

Under normala förhållanden bör den totala skuldkostnaden för ett land förbli konstant eller minska, men skuldens marginalkostnad skulle öka. Detta bör bidra till att begränsa överdrivet risktagande (moralisk risk) och främja budgetdisciplin, även i avsaknad av någon särskild form av förbättrad styrning eller finanspolitisk övervakning. Stabilitetsobligationen skulle därigenom ge en koppling till och förstärka effekterna av det nyligen fastställda paketet om ekonomisk styrning, om de belopp som ska finansieras genom gemensam emission bestäms i nära samband med de finanspolitiska mål som fastställts i stabilitetsprogrammen och skapa starka incitament att snabbt minska de totala skuldnivåerna²⁶. Det skulle också undanröja behovet av en fördragsändring i detta avseende. För att upprätthålla stabilitetsobligationens kreditvärdighet skulle det dock högst sannolikt krävas sekundärlagstiftning som fastställer stabilitetsobligationens prioriterade status.

Alternativen för behandling av kvarvarande obligationer, liksom deras respektive fördelar och nackdelar, skulle vara liknande dem som beskrivs i alternativ nr 2.

Detta alternativ kan genomföras relativt snabbt. Detta alternativ skulle kunna realiseras utan ändring av EU-fördraget, men sekundärlagstiftning kan bidra till att stärka principen om prioriterad status. Vidare skulle utbytet av nationella obligationer mot stabilitetsobligationer endast vara partiellt.

2.3.1. Kombination av metoderna

Eftersom omfattningen, ambitionsnivån och den tid som krävs för genomförandet varierar mellan de tre metoderna kan de också kombineras. Metod nr 1 kan betraktas som den mest ambitiösa metoden som skulle ge bästa resultat i fråga om marknadsintegration och ökad stabilitet men den skulle troligen kräva avsevärd tid för genomförandet. Omvänt tycks metod nr 3 som har en annan omfattning och garantistruktur kunna genomföras snabbare. Det finns därför en viss koppling mellan ambitionsnivån och stabilitetsobligationens omfattning och den möjliga hastigheten för genomförandet. För att undvika denna kompromiss kan de olika alternativen kombineras som på varandra följande steg i en process av gradvis genomförande: Ett relativt tidigt införande som grundar sig på en partiell metod och en proportionell garantistruktur, kombinerat med en färdplan för en ytterligare utveckling av detta instrument och den därmed sammanhängande styrningen. En sådan inledande politisk färdplan skulle kunna bidra till att säkra marknadens acceptans för stabilitetsobligationer ända från början.

²⁶

På liknande sätt, men förmodligen skulle detta kräva en fördragsändring, föreslog Bini-Smaghi en euroobligation med proportionella garantier men där rätten att emittera skuldebrev överförs från medlemsstaterna till ett överstatligt organ. Skuldbrev skulle kunna utfärdas upp till nivåer som antas av rådet i samband med det årliga godkännandet av stabilitetsprogrammen, vilket skulle omöjliggöra utfärdande av skuldebrev för att täcka utgifter över den skuldgräns som fastställs varje år. På detta sätt skulle en "skuldbroms" skapas, som skulle tvinga ett land att tidigt fatta beslut om dess offentliga skuld kommer för nära den fastställda gränsen.

2.3.2. Konsekvenser för EU-medlemsstaterna utanför euroområdet och tredjeländer

Deltagande i samarbetet om statsobligationer är normalt avsett för medlemsstaterna i euroområdet²⁷. Detta beror på att medlemsstaterna normalt vill emittera skuld och upprätthålla marknader i sin egen valuta och på det faktum att euroobligationer kan ingå i ett ramverk med en högre grad av ekonomisk och politisk integration. Dessa medlemsstater skulle dock ändå påverkas av införandet av stabilitetsobligationer, som åtföljs av en förstärkt ram för ekonomisk styrning. Finansiell stabilitet i hela euroområdet som främjas av stabilitetsobligationer skulle också ha en direkt och betydande stabiliserande inverkan på finansmarknaderna och finansinstituten i dessa länder. Detsamma gäller för tredjeländer, i den omfattning de har ekonomiska och finansiella förbindelser med euroområdet. Å andra sidan kan skapandet – genom stabilitetsobligationer – av en mycket stor och sund marknad för säkra tillgångar leda till hårdare konkurrens mellan finansmarknader om investerarnas intresse.

Tabell 1: Översikt över de tre handlingsalternativen

	(Metod 1)	(Metod 2)	(Metod 3)
Huvuddrag			
– Grad av utbyte av nationella obligationer mot stabilitetsobligationer	Fullständig	Delvis	Delvis
– Garantistruktur	Solidarisk och proportionell	Solidarisk och proportionell	Proportionell (ej solidarisk) med förbättringar
Viktigaste effekter			
– på de genomsnittliga finansieringskostnaderna	1) Medelstora positiva effekter av mycket stor likviditet, men kraftigt överdrivet risktagande.	1) Medelstora positiva effekter av medelhög likviditet och mindre överdrivet risktagande.	1) Medelstora positiva effekter, lägre likviditetseffekt och sundare politik på grund av bättre marknadsdisciplin.
1) för stabilitetsobligationer som helhet	2) Stor omfördelning av fördelar från länder med högre kreditbetyg till länder med lägre kreditbetyg.	2) Mindre omfördelning av fördelar från länder med högre kreditbetyg till länder med lägre kreditbetyg. Viss press från marknaden på medlemsstater med hög skuldnivå och låga kreditbetyg.	2) Inga effekter tvärnationellt. Starkare press från marknaden på medlemsstater med hög skuldnivå och låga kreditbetyg.
2) tvärnationellt			
– på eventuellt överdrivet risktagande (utan stramare styrning)	Stora	Medelstora, men starka marknadsincitament för budgetdisciplin.	Små, men starka marknadsincitament för budgetdisciplin.

²⁷ Deltagande av medlemsstater utanför euroområdet förefaller dock tänkbart i synnerhet enligt metod nr 3.

– på den finansiella integrationen i Europa –	Stora	Medelstora	Medelstora
– på attraktionskraften hos EU:s finansmarknader globalt	Stora	Medelstora	Medelstora
– på finansmarknadernas stabilitet	Stora	Stora, men vissa problem vid ohållbara nivåer av nationella emissioner	Små, men det kan bidra till att lösa den nuvarande krisen tack vare ett snabbt genomförande.
Rättsliga aspekter	Fördragsändring krävs sannolikt.	Fördragsändring krävs sannolikt.	Inga fördragsändringar krävs. Sekundärlagstiftning kan vara värdefull.
Kortast möjliga tid för genomförandet	Lång	Medellång till lång	Kort

3. FINANSPOLITISK RAM FÖR STABILITETSOBLIGATIONER

3.1. Bakgrund

Den finanspolitiska övervakningsramen har redan stärkts med den nyligen genomförda reformen av stabilitets- och tillväxtpakten inklusive nya genomförandemekanismer. Den bör dessutom stärkas ytterligare inom en nära framtid, särskilt för medlemsstater som ingår i euroområdet och som begär eller erhåller finansiellt bistånd i linje med slutsatserna från euroområdets stats- och regeringschefer och kommissionens förslag till två nya förordningar som grundar sig på artikel 136:

- Förslaget till förordning om gemensamma bestämmelser för övervakning och bedömning av utkast till budgetplaner och om att säkerställa korrigering av alltför stora underskott i euroområdets medlemsstater har följande tre mål: a) Att komplettera den europeiska planeringsterminen med en gemensam finanspolitisk tidsplan som syftar till att bättre synkronisera de viktigaste stegen för att ta fram nationella budgetar. b) Att komplettera det multilaterala övervakningssystemet för budgetpolitiken (stabilitets- och tillväxtpaktens förebyggande del) med ytterligare övervakningskrav för att säkerställa att EU:s politiska rekommendationer på budgetområdet är väl integrerade i de nationella budgetförberedelserna. c) Att komplettera förfarandet för korrigering av en medlemsstats alltför stora underskott (den korrigerande delen av stabilitets- och tillväxtpakten) genom en noggrannare övervakning av budgetpolitiken i medlemsstaterna som omfattas av förfarandet vid alltför stora underskott för att säkerställa en snabb och hållbar korrigering av alltför stora underskott.
- Förslaget till förordning om intensifierad övervakning säkerställer att en medlemsstat i euroområdet bör underkastas en förstärkt övervakning när landet står inför, eller riskerar att drabbas av, allvarliga ekonomiska störningar, i syfte att säkerställa en snabb återgång till en normal situation och att skydda de övriga medlemsstaterna i euroområdet mot eventuella negativa sidoeffekter.

Dessa två nya förordningar, tillsammans med de genomgripande förändringar som härrör från reformen av stabilitets- och tillväxtpakten, utgör en solid grund för bättre samordning av euromedlemsstaternas budgetpolitik.

Stabilitetsobligationer skapar likväl risker för överdrivet risktagande och kräver ytterligare en förstärkning av ramen, beroende på det valda handlingsalternativet. Tre dimensioner i en sådan förstärkt ram kan identifieras:

- Ökad övervakning och ingrepp i utformningen och genomförandet av den nationella finanspolitiken som går utöver de aktuella förslagen skulle vara befogat. Dessutom skulle skuldjänstbetalningarna av stabilitetsobligationerna till fullo garanteras.
- Samtidigt skulle själva existensen av stabilitetsobligationer kunna leda till en grundläggande ändring av budgetprocesserna, särskilt genom mekanismerna och erbjuda ett effektivt verktyg för att genomdriva en regelverksbaserad ram för finanspolitiken.
- Finanspolitiska villkor skulle kunna uppställas för att få ingå i systemet med stabilitetsobligationer, vilket kan leda till att trovärdigheten stärks både för aktuella anpassningsplaner och när väl systemet har kommit igång.

3.2. Ökad övervakning och inskränkning i nationell finanspolitik

Den senaste tidens och de kommande övervakningsreformerna skapar en sund grund för att begränsa dessa risker, men mer skulle behöva göras. En sådan förstärkning av ramen skulle kunna tillämpas på EU:s övervakning och på nationella budgetramar.

I linje med de nuvarande diskuterade förändringarna skulle detta innebära en mer grundlig genomgång av budgetförslagen, inte bara för länder i finanspolitiska svårigheter utan för alla deltagande medlemsstater. EU-godkännande av deltagande medlemsstaters budgetar kan under vissa omständigheter bli nödvändigt, t.ex. vid hög skuldsättning eller underskottsnivåer. Dessutom skulle det behövas en mycket starkare ram för budgetgenomförandet. Detta skulle kunna omfatta att inkludera regelbunden rapportering på gemensamma finanspolitiska möten, framtagande av varningsmekanismer som bygger på finanspolitiska resultattavlor och faktiska möjligheter att korrigera avvikelser under utförande – t.ex. genom att uttryckligen planera för budgetreserver i förväg och att kostsamma nya åtgärder endast får genomföras om budgetgenomförandet löper planenligt.

De nationella finanspolitiska ramarna kommer att stärkas ytterligare på relativt kort sikt genom införandet av direktivet om finanspolitiska verk (som kan påskyndas). Dessutom pågår diskussioner om att gå vidare, bl.a. genom att införa regler om att ramen för stabilitets- och tillväxtpakten ska införlivas i den nationella lagstiftningen, helst på konstitutionell nivå, och med lämpliga verkställighetsmekanismer. Andra möjliga viktiga förstärkningar av nationella ramar omfattar antagandet av bindande ramar på medellång sikt, oberoende organ för att bedöma de underliggande antagandena för de nationella budgetarna och effektiva samordningsmekanismer mellan olika nivåer i den offentliga förvaltningen. Vad gäller den sistnämnda punkten, kan sammanläggningen av skuld på europeisk nivå ge ytterligare argument för att närma skuldförvaltningen mellan de olika delsektorerna i den offentliga förvaltningen.

Nationella ramar spelar också en viktig roll när det gäller att stödja övervakning på EU-nivå. Gemensamma tidsfrister i utarbetandet av budgetar skulle t.ex. underlätta EU:s övervakning (och detta kan i själva verket bli nödvändigt för att utforma tilldelningen av stabilitetsobligationer i praktiken). En korrekt övervakning av budgetgenomförandet på EU-nivå är beroende av sunda nationella arrangemang för detta ändamål, som skulle kunna påkalla att gemensamma normer för kontroll och offentliggörande antas.

Ett system måste inrättas som på ett trovärdigt sätt säkerställer skuldbetalningen hos varje medlemsstat som drar fördel av emitteringen av stabilitetsobligationer. Detta innebär att skuldtjänstförmågan när det gäller stabilitetsobligationer, eller mer specifikt räntebetalningen för gemensamma emissioner, inte under några omständigheter bör ifrågasättas. Ett alternativ i detta syfte skulle vara att ge omfattande ingreppsbefogenhet på EU-nivå i fall av allvarliga ekonomiska svårigheter, inklusive möjligheten att sätta den fallerande medlemsstaten under någon form av ”tvångsförvaltning”. En annan möjlighet, som redan nämnts i föregående avsnitt, och som kanske skulle inkräkta mindre på den nationella suveräniteten skulle vara att införa en klausul för deltagande länder om att skuldhanteringen i stabilitetsobligationssystemet har företräde framför andra utgifter i de nationella budgetarna. Sådana regler skulle behöva ha entydig rättslig verkan, förmodligen på konstitutionell nivå. Dessutom, och i enlighet med dessa regler, skulle skyldigheterna gentemot stabilitetsobligationssystemet behöva gå före (kvarvarande) eventuella nya nationella emissioner.

3.3. Stabilitetsobligationer som en del av en förbättrad finanspolitisk ram

Medan stabilitetsobligationer skapar risker för överdrivet risktagande är det också troligt att de leder till att de grundläggande villkoren för hur finanspolitiken utformas och genomförs ändras i grunden. Detta gäller särskilt eftersom de europeiska riktlinjerna för nationell budgetpolitik skulle omsättas i konkreta siffror genom själva processen med att inrätta lånetilldelning till deltagande medlemsstater. Stabilitetsobligationernas sätt att fungera på skulle under alla de alternativ som diskuteras kräva att det i förväg inrättas tak för nationella lån som sedan skulle sätta en ram för eller åtminstone påverka nationella budgetar, särskilt när det gäller alternativ med stora konsekvenser (dvs. alternativ nr 1 ovan) där stabilitetsobligationerna kan förväntas täcka alla eller merparten av de deltagande ländernas nya finansieringsbehov. I detta perspektiv kan stabilitetsobligationer inte bara betraktas som en möjlig källa till överdrivet risktagande, utan också som en drivkraft för bättre samordning av budgetpolitiken genom en effektiv tillämpning av en regelbaserad ram.

Om stabilitetsobligationer skulle tillhandahålla alla eller merparten av statens finanser (dvs. alternativ nr 1) skulle det behövas tydliga principer för att vägleda ramen för tilldelning i enlighet med stabilitetsobligationssystemet:

- (1) Den högsta tilldelningen skulle behöva baseras på tillräckligt sunda finanspolitiska bestämmelser, med ramen enligt stabilitets- och tillväxtpakten som en naturlig grund. Reglerna skulle därigenom skapa starka incitament för finanspolitiskt ansvarsfullt beteende.
- (2) Dessa riktlinjer skulle behöva ta hänsyn till graden av flexibilitet för att kunna hantera oförutsedda händelser och för att minimera risken för en konjunkturförstärkande politik. En avgörande fråga skulle vara om de offentliga finansernas flexibilitet att anpassa sig till chocker, antingen länderspecifika eller på nivån för euroområdet, skulle tillhandahållas genom ytterligare emissioner av stabilitetsobligationer eller om de skulle behöva förlita sig på nationella emissioner (under förutsättning att sådana fortfarande är möjliga). Ju större flexibilitet som tillåts inom systemet desto större är behovet av begränsande mekanismer (t.ex. kontrollkonton) för att säkerställa att flexibiliteten begränsas inom överenskomna ramar och undvika ”smygande skuldökning”.
- (3) Reglerna bör sannolikt även omfatta någon form av ”anpassad reaktion” till en osund utvecklingen av de offentliga finanserna. Denna anpassning skulle kunna ske i form av skärpt övervakning och intrång i den nationella politiken för de offentliga finanserna som beskrivs ovan.

Dessutom skulle finansiella incitament för en sund finanspolitik kunna byggas in i systemet. Medan stabilitetsobligationernas avkastning skulle vara marknadsbaserad, skulle finansieringskostnaderna kunna differentieras mellan medlemsstaterna beroende på deras finansiella ställning eller finanspolitik eller deras kreditvärdighet på marknaden vilket återspeglas i riskpremierna för nationella emissioner över gemensamma emissioner. Detta skulle ge ett incitament till sund finanspolitik i systemet och skulle efterlikna marknadsdisciplin men på ett smidigare och mer konsekvent sätt än marknader. Ett sådant incitament, som automatiskt skulle finnas kvar enligt ”proportionell garanti”-alternativet, skulle ytterligare kunna förbättras med ”avskräckande” räntor vid avvikelser från planen.

3.4. Finanspolitiska villkor för inträde i systemet

För att genomföra visionen om stabilitetsobligationer som just ”stabilitetsobligationer” kan det också ställas makroekonomiska och finanspolitiska villkor för medlemsstater för att de ska kunna träda in i och vara kvar i systemet. Medlemsstaterna kan till exempel nekas tillträde till stabilitetsobligationerna om de inte har fullgjort sina åtaganden enligt stabilitets- och tillväxtpakten eller inom en förstärkt finanspolitisk ram. Alternativt kan de medlemsstater som bryter mot sina skattemässiga mål bli tvingade att tillhandahålla (ytterligare) säkerheter för nya stabilitetsobligationsemissioner eller så skulle de kunna bli föremål för en tilläggsränta. Tillträde kan också begränsas som en funktion av graden av bristande efterlevnad, dvs. en avvikelse från den allmänna statliga budgeten för varje procentenhet av BNP kan minska rätten att emittera stabilitetsobligationer med en viss procentandel av BNP.

Ett antal fördelar kan förväntas genom detta tillvägagångssätt:

- För det första, om de vill ingå i stabilitetsobligationssystemet skulle medlemsstaterna ha ytterligare incitament att fullt ut genomföra de konsoliderings- och reformansträngningar de redan har inlett, på ett sätt som inte står i motsats till de konvergensinsatserna för att införa euron.
- För det andra, skulle finansmarknaderna och samhället i stort betrakta konsolideringsplaner som mer trovärdiga med tanke på utsikterna för stabilitetsobligationer. Möjligheten till anslutning till stabilitetsobligationer skulle därigenom kunna öka förtroendet på relativt kort sikt. Sådana förnyat förtroende skulle faktiskt kunna underlätta anpassningar av de offentliga finanserna i vissa länder.
- Slutligen skulle strikta finanspolitiska villkor för inträde och fortsatt deltagande vara en viktig åtgärd för att minska skuldkvoterna och lånebehov innan de respektive länderna deltar i stabilitetsobligationerna. På detta sätt skulle riskpremierna och avkastningen på stabilitetsobligationerna kunna sänkas.

Ett sådant tillvägagångssätt skulle innebära att medlemsstaterna också skulle behöva bibehålla sina övriga finansieringsmöjligheter, om de inte uppfyller dessa villkor. Stabilitetsobligationen skulle därför inte nödvändigtvis ersätta hela obligationsemissionsverksamheten för medlemsstaterna i euroområdet. Man skulle också behöva utse en institution eller ett organ som ansvarar för att övervaka efterlevnaden av dessa inträdeskriterier (t.ex. men inte nödvändigtvis, DMO).

4. GENOMFÖRANDEFRÅGOR

4.1.1. Organisation

När det gäller organisationen av stabilitetsobligationsemissionen måste det fattas beslut om ett antal tekniska frågor. Viktigast är att finansieringsinsatsernas institutionella struktur måste fastställas, dvs. om ett centraliserat skuldförvaltningskontor (DMO) skulle upprättas eller om de viktigaste arbetsuppgifterna skulle kunna utföras på ett decentraliserat sätt genom de nationella statskassorna och centraliserade skuldförvaltningskontoren. När det gäller den decentraliserade modellen, skulle emissioner behöva genomföras på enhetliga villkor och förfaranden och skulle kräva en hög grad av samordning. Även om den centraliserade modellen skulle undvika samordningen av obligationsemissioner, skulle det fortfarande kräva

överföring av detaljerade och tillförlitliga uppgifter om medlemsstaternas finansieringsbehov så att emissionerna kan planeras. Med avseende på konstruktionen av ett centralt emissionsorgan förefaller flera alternativ möjliga, inklusive följande: a) Europeiska kommissionen kan fungera som DMO, vilket skulle möjliggöra snabbt införande av stabilitetsobligationen och tillåta att instrumentet används för att hantera den nuvarande krisen, eller b) EFSF/ESM skulle kunna omvandlas till en fullskalig DMO, eller c) en ny EU DMO skulle kunna skapas²⁸, men det skulle kräva en viss tid för att bli operationell. Den exakta administrativa kostnaden för införandet av stabilitetsobligationer kan inte beräknas utan att alla övriga detaljer definieras i förväg. Deras storlek skulle också få konsekvenser för medlemsstaternas budgetar.

En viktig teknisk fråga är hur ett centraliserat DMO skulle vidareutlåna de anskaffade medlen till medlemsstaterna. I princip skulle det finnas två alternativ som också kan kombineras: a) Vidareutlåning i form av direkta lån, där medlemsstaten får sin finansiering genom ett låneavtal. b) Direktinköp av alla, eller den överenskomna mängden, statsobligationer från medlemsstaterna genom DMO på primärmarknaden. Det andra alternativet skulle göra det möjligt för DMO att också köpa utestående offentlig skuld på sekundärmarknaden, om så skulle krävas.

Återbetalningen av obligationer skulle också behöva organiseras. Det enklaste sättet att göra detta på skulle vara genom betalningsöverföringar från de nationella myndigheterna till det emitterande organ som skulle organisera återbetalningen till obligationsinnehavarna. För att säkerställa att marknadsaktörerna kan lita på att skuldbetalningarna alltid garanteras och att förseningar av betalningar inte uppstår, skulle DMO behöva förses med stabila och förutsägbara inkomstströmmar. Samtidigt som medlemsstaterna skulle behöva garantera detta organs skulder skulle det behöva kontrolleras om även detta skulle vara tillräckligt eller om ytterligare säkerheter och kassa-reserver kan behövas. De nuvarande nationella skuldförvaltningskontoren är en del av de nationella finanspolitiska institutionerna, som backas upp av regeringarnas beskattningsrätt. För ett skuldförvaltningskontor på övernationell nivå skulle det inte finnas en sådan direkt koppling till skatteinkomster, vilket kan minska marknadens godtagande av skuldebrev som planeras att emitteras.

Även med stabilitetsobligationer skulle det finnas ett behov för medlemsstaternas likviditetsförvaltning. Det skulle i praktiken kunna bli nästan omöjligt att utforma obligationsemissionen på ett sådant sätt att den exakt skulle motsvara medlemsstaternas betalningsströmmar. Det skulle därför finnas ett behov av att komplettera stabilitetsobligationsemissionen med löpande likviditetsförvaltning, vilken kan överlåtas åt de nationella myndigheterna. Ett alternativ skulle vara att stabilitetsobligationsemissionen bör inriktas på finansieringsbehov på medellång sikt och att de nationella myndigheterna skulle hantera sina betalningsprofiler genom kortfristig inlåning och lån eller skattkammarväxlar. Oberoende av den organisatoriska strukturen, skulle förfaranden behöva utvecklas för att samordna finansieringsplaner för enskilda medlemsstater, i syfte att utveckla referensemissioner och bygga upp en fullständig referensavkastningskurva.

4.1.2. Relationen till ESM

Inrättandet av ett organ för gemensam utgivning av stabilitetsobligationer för euroområdet medlemsstater kan föranleda ett klargörande av arbetsfördelningen med europeiska

²⁸

Under övergångstiden kan det finnas ett KOM-organ med personal från KOM och tillfällig nationell DMO-personal som senare skulle kunna omvandlas till en DMO vid behov.

stabilitetsmekanismen. I princip kan två viktiga synsätt tillåtas: ESM skulle kunna betraktas som materiellt överflödigt, eftersom en gemensam emittering, tillsammans med förstärkta budgetövervakningsbestämmelser skulle kunna anta rollen av att organisera den ordinarie finansieringen för medlemsstaternas regeringar samt extraordinära ytterligare finansiering vid allvarliga svårigheter för en medlemsstat. Att blanda rollerna för skuldförvaltning och akut finansiering är förmodligen inte optimalt och skulle kunna leda till en sammanblandning av rollerna, en försvagning av incitament och styrning och en alltför komplex enda finansieringsinstitution. Därför kan ESM fortfarande vara en separat skuldemitent i syfte att organisera och uppfylla särskilda finansieringsbehov.

Valet av samverkan med ESM skulle också bero på respektive alternativ för stabilitetsobligationer. ESM kan anses tämligen överflödigt för metod nr 1 för stabilitetsobligationer. Enligt denna strategi förväntas nästan full täckning av medlemsstaternas finansieringsbehov och även exceptionella ytterligare finansieringsbehov skulle kunna täckas. Situationen är inte lika klar när det gäller tillvägagångssätt nr 2 och 3, enligt vilka medlemsstaterna skulle fortsätta att emittera nationella obligationer parallellt med gemensamt emitterande av stabilitetsobligationer. Man kan även överväga att använda ESM-ramen för de första stegen mot stabilitetsobligationer. Eftersom ESM kommer att vara baserat på flera garantier från medlemsstaterna, skulle det gradvisa införandet av stabilitetsobligationer baserade på proportionella (men ej solidariska) garantier, dvs. som bygger på metod nr 3, kunna omfattas av ESM-finansiering och emittering som går utöver nuvarande roll av att tillhandahålla exceptionellt finansiellt stöd. I princip skulle garantier om solidariskt ansvar kunna tillämpas på ESM i ett senare skede.

4.1.3. Rättssystem som styr emittering

Man måste också överväga ett lämpligt rättssystem enligt vilket stabilitetsobligationer kan emitteras. Statsobligationer emitteras för närvarande enligt nationell lagstiftning. För internationella obligationsemissioner används ofta engelsk lagstiftning eller, om de är riktade mot den amerikanska marknaden, New Yorks lagstiftning. Motsvarande EU-lagstiftning, enligt vilken stabilitetsobligationer kan emitteras, existerar inte. Även om det är allmän praxis att stödja sig på utländsk lagstiftning för internationella obligationsemissioner, kan det uppstå problem om alla offentliga skulder omfattades av brittisk eller amerikansk lagstiftning, eftersom den anglosaxiska rättspraxisen skiljer sig från rättssystemet i många medlemsstater. Man måste också komma överens om den relevanta domstolen.

4.1.4. Dokumentation och marknadspraxis

Ett beslut om finansieringsalternativ, utmärkande egenskaper i fråga om säkerheter och marknadspraxis skulle behövas. För en etablerad emitent, skulle auktioner vara det bästa alternativet för emittering. Syndikering har fördelen att den finansiella sektorn är involverad i marknadsföring av instrumenten och prissättningen av en säkerhet är mer förutsägbart. Dessutom får större belopp vanligtvis placeras via syndikering eftersom de också når icke-professionella investerare. Dessutom skulle skyddsegenskaper och marknadspraxis behöva fastställas. De viktigaste av dessa behandlas i bilaga 4.

4.1.5. Redovisningsfrågor

Ytterligare en fråga som behöver klargöras är behandlingen av stabilitetsobligationer enligt nationella redovisningsregler. I synnerhet skulle man behöva undersöka hur nationella skuldkvoter i förhållande till BNP skulle påverkas av stabilitetsobligationer under de olika

garantistrukturerna. En viktig fråga som måste beaktas kommer att vara karaktären på varje emitterande organ.

5. SLUTSATSER OCH FORTSATT ARBETE

Den gemensamma emissionen av stabilitetsobligationer från medlemsstaterna i euroområdet har betydande potentiella fördelar. Dessa omfattar en fördjupning av den inre marknaden och att göra kapitalmarknaderna mer effektiva, vilket ökar den finansiella sektorns och de offentliga finansernas stabilitet och motståndskraft mot chocker och gör euroområdets finansmarknader och euron mer attraktiva på global nivå samt minskar effekterna av överdriven marknadspessimism på staters lånekostnader.

Införandet av stabilitetsobligationer är emellertid också förknippat med stora utmaningar. Dessa måste hanteras på ett övertygande sätt om fördelarna ska kunna utnyttjas fullt ut och potentiella skadliga effekter ska kunna undvikas. I synnerhet skulle det krävas en tillräcklig fast ram för budgetdisciplin och ekonomisk konkurrenskraft på nationell nivå och en mer ingripande kontroll av medlemsstaternas budgetpolitik från EU, särskilt för alternativen med solidariska garantier för att begränsa överdrivet risktagande bland euroområdets medlemsstater, underbygga kreditkvaliteten för stabilitetsobligationer och garantera rättslig förutsebarhet.

De många alternativen för gemensam utgivning av stabilitetsobligationer kan kategoriseras i tre huvudsakliga modeller. Dessa modeller inbegriper att stabilitetsobligationer fullt ut ersätter för nationell emittering enligt en modell med solidarisk garanti, att stabilitetsobligationer delvis ersätter nationell emittering i enlighet med liknande garantier eller att stabilitetsobligationer delvis ersätter nationell emittering enligt en modell med proportionella garantier. Dessa alternativ innebär olika avvägningar mellan de förväntade fördelarna och förhandsvillkor som måste uppfyllas.

I synnerhet på grund av olika grad av krav på ändringar av EUF-fördraget, skulle de olika alternativen kräva olika lång genomförandetid. Den mest långtgående strategin nr 1 verkar kräva den mest långtgående ändringen av fördraget och administrativa förberedelser både på grund av införandet av den gemensamma obligationer som sådana och det parallella stärkandet av den ekonomiska styrningen. Strategi nr 2 skulle också kräva mycket ledtid. Däremot verkar strategi nr 3 vara genomförbar utan stora ändringar av fördragen och därför mindre förseningar i genomförandet.

Förslagen och slutsatserna i detta dokument är fortfarande av preliminär natur och listan över frågor som ska tas upp är inte nödvändigtvis fullständig. Dessutom presenteras många av de potentiella fördelarna och utmaningarna endast i kvalitativa termer. En detaljerad beräkning av dessa olika aspekter skulle i sig vara svår och/eller kräva mer analys och bidrag från olika sidor. I många fall identifieras de problem som ska lösas eller beslut som ska fattas utan att ange en lösning.

För att göra framsteg i denna fråga är det nödvändigt med mer analytiskt arbete och samråd. Flera av de viktigaste begrepp, eventuella mål och fördelar, krav och genomförandeutmaningar förtjänar en mer detaljerad undersökning och analys. Viktiga berörda parter synpunkter i detta avseende är väsentliga. I synnerhet bör medlemsstaterna, finansmarknadens aktörer, finansmarknadens branschorganisationer, akademiker, inom och utanför EU, och allmänheten rådfrågas i tillräcklig omfattning. Resultaten av detta samråd bör

återspeglas i den fortsatta uppföljningen av den potentiella lanseringen av stabilitetsobligationer.

Kommissionen har därför beslutat att inleda ett brett samråd²⁹ om denna grönbok, som kommer att avslutas [den 8 januari 2012]³⁰. Kommissionen kommer att inhämta synpunkter från alla relevanta intressenter såsom nämns ovan och få råd från de andra institutionerna. På grundval av denna återkoppling kommer kommissionen att ange sina synpunkter om den bästa vägen framåt senast [i mitten av februari 2012].

²⁹ Återkoppling kan lämnas på alla normala sätt, inklusive en speciell e-brevlåda: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu;

(webbplats: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

³⁰ För en snabb uppföljning kan avvikelser från den normala samrådsperioden på åtta veckor motiveras av det faktum att det under en lång tid redan har pågått omfattande diskussioner om konceptet med stabilitetsobligationer/Euroobligationer.

Bilaga 1: Grundläggande siffror om marknaderna för statsobligationer

Medlemsstat	Offentlig skuld			Statsskuld % av BNP, slutet av 2010	Avkastning på statsobligationer % per år, 10- åriga obl., 8/11/2011	CDS- spreadar Räntepunkter per år; Femårskontrakt, 8, 11/2011	Kreditbetyg Standard & Poor's, 8/11/2011
	Miljarder euro, slutet av 2010	% av BNP, slutet av 2010	% av euro- området, slutet av 2010				
Belgien	340.7	96.2	4.4	87.7	4.3	292.9	AA+
Tyskland	2061.8	83.2	26.4	53.2	1.8	89.3	AAA
Estland	1.0	6.7	0.0	3.3	i.u.	i.u.	AA-
Grekland	329.4	144.9	4.2	155.6	27.8	i.u.	CC
Spanien	641.8	61	8.2	52.3	5.6	400.1	AA-
Frankrike	1591.2	82.3	20.3	67.8	3.1	183.8	AAA
Irland	148.0	94.9	1.9	94.3	8.0	729.7	BBB+
Italien	1842.8	118.4	23.6	111.7	6.8	520.7	A
Cypern	10.7	61.5	0.1	102.6	10.1	i.u.	BBB-
Luxemburg	7.7	19.1	0.1	17.4	i.u.	i.u.	AAA
Malta	4.3	69	0.1	68.9	i.u.	i.u.	A
Nederländerna	369.9	62.9	4.7	57.3	2.2	99.6	AAA
Österrike	205.6	71.8	2.6	66.2	3.0	159.9	AAA
Portugal	161.3	93.3	2.1	91.2	11.6	1050.9	BBB-
Slovenien	13.7	38.8	0.2	37.3	6.0	304.25	AA-
Slovakien	27.0	41	0.3	40.1	4.0	221.2	A+
Finland	87.0	48.3	1.1	43.9	2.3	60.63	AAA
Euroområdet	7822.4	85.4	100	71.6	i.u.	i.u.	i.u.
p.i.: USA	10258	94.4			2.08	47.5	AA+

Källa: Eurostat, IMF, S & P, Bloomberg

Bilaga 2: Kortfattad genomgång av litteraturen om stabilitetsobligationer

Akademiker, finansanalytiker och beslutsfattare har publicerat många rapporter om själva idén med euroobligationer (stabilitetsobligationer). I denna bilaga sammanfattas de bidrag som hittills har publicerats, genom att gruppera dem i enlighet med de grundläggande kännetecknen i förslagen.

- Kreditkvalitet och garantistruktur: Flertalet författare betonar vikten av den safe-havenstatus som euroobligationer bör ha och som skulle återspeglas i kreditbetygen. Högsta kreditkvalitet skulle säkras i huvudsak genom garantistruktur och/eller senioritetsstatus. I litteraturen kan man se två grundläggande garantityper som innesluts i euroobligationer: i) solidariska (Jones, Delpla och von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero och Missale, J.P. Morgan) i vilka varje land årligen garanterar hela euroobligationsemissionen och ii) proportionella (Juncker och Tremonti, De Grauwe och Moesen, BBVA) i vilket ett land endast garanterar en bestämd andel av emissionen. Favero och Missale betonar att en euroobligation som backas upp av solidariska garantier skulle kunna göra dem mindre exponerade mot krisöverföring och -spridning. Å andra sidan hävdar författare som stödjer proportionalitetsgarantin att den minskar överdrivet risktagande. Capaldi kombinerar proportionell garanti med former av kreditförstärkning (kontantbuffert, övergaranti, kapital, etc.) för att säkerställa högsta kreditbetyg. Delpla och Weizsäcker, Barclays Capital och Dübel, föreslår att säkerställa kreditvärdigheten för euroobligationer genom att ge dem företrädesrätt framför nationella obligationer, eftersom de ansåg att även i det extrema fallet där en stat ställer in betalningarna skulle återvinningsvärdet vara tillräckligt högt för att till fullo sköta skuldtjänstbetalningarna på de överordnade obligationerna. Dübel lägger fram en något annorlunda tillvägagångssätt för partiell försäkring av suveräna staters (senior) obligationer av ESM.
- Överdrivet risktagande: Överdrivet risktagande på grund av svagare incitament för budgetdisciplin är det huvudargument som används mot stabilitetsobligationer och den mest diskuterade frågan i alla förslag (särskilt av Issing). En del författare föreslår begränsningar av den volym euroobligationer som emitteras på medlemsstaternas vägnar, ofta efter ett skuldtak på 60 % enligt definitionen i stabilitets- och tillväxtpakten. Varje ytterligare upplåningsbehov bör finansieras genom nationella obligationer. Denna idé kommer att utvecklas i Delplas och von Weizsäckers idé om blå obligationer, som föreslår att emissionen delas mellan blå obligationer, dvs. ytterst likvida och säkra (som garanteras solidariskt av de deltagande länderna) obligationer med högre status, och röda obligationer - rent nationella med lägre ställning. Prissättningen av röda obligationer skulle skapa incitament för regeringarna att hålla budgeten under kontroll. På liknande sätt föreslår Jones och Barclays Capitals både begränsningar beträffande på skuld och underskott som skulle möjliggöra en successiv minskning av skuldkvoterna. Utöver att begränsa emissionen av euroobligationer föreslår Favero och Missale att man ska hantera den moraliska risken genom ett ersättningssystem som bygger på indexeringen av de räntor som betalas av varje medlemsstat (som en funktion av dess kreditriskpremie eller skattemässiga parametrar). Boonstra, De Grauwe och Moesen BBVA Natixis föreslår olika typer av ett bonus/straffsystem som t.ex. beror på olika medlemsstaternas förmåga att minska deras offentliga underskott och offentliga skuld.
- Alla författare är överens om att stärkt budgetdisciplin bör vara hörnstenen i varje euroobligationsprojekt, oberoende av omfattning eller garantistruktur. Utöver den "röda"/nationella emitteringen, föreslår Favero och Missale att deltagandet begränsas till

de medlemsstater med det högsta kreditbetyget eller att det endast emitteras ett instrument av lågrisktyp och med kort löptid såsom statsskuldväxlar. Barclays, BBVA, Delpla och von Weizsäcker, Eijffinger, Becker och Issing överväger att inrätta oberoende finanspolitiska revisionsorgan och särskilda organ för euroområdet som skulle samordna skattepolitiken och den ekonomiska politiken. Enligt Delplas och Weizsäckers sofistikerade system skulle ett oberoende stabilitetsråd föreslå de årliga tilldelningarna. Denna tilldelning skulle därefter godkännas av de nationella parlamenten i de deltagande medlemsstaterna, som har den yttersta budgetmyndighet som krävs för att emittera de ömsesidiga garantierna för den (blå) euroobligationen. Länder som röstade mot den föreslagna tilldelningen skulle därmed besluta att vare sig emittera några (blå) euroobligationer under det kommande året eller garantera några blå obligationer från denna period. Boonstra föreslår att länder som bryter mot reglerna omedelbart bör ges kraftiga straffpåföljder, t.ex. att gå miste om medel från EU:s budget och förlora politiskt inflytande genom rösträtten i ECB:s organ.

- Praktiska emissionsaspekter: De flesta författare föreslår att ett gemensamt skuldorgan för emissionssamordning och skuldförvaltning. I förslagen om blå-röda obligationer skulle emission av den nationella delen av skulden ligga kvar hos de nationella statskassorna.
- Deltagande länder som omfattas: Becker räknar upp alternativ för deltagandet i euroobligationer. Dessa kan vara: i) Gemensamma obligationer som emitterats av länder med samma kreditbetyg. ii) Gemensamma obligationer på ad hoc-basis som liknar de gemensamma obligationer som emitteras av vissa tyska delstater. iii) Deltagande i en gemensam statsobligation endast när EMU-länderna kvalificerar sig genom en solid finanspolitisk konsolidering i ekonomiskt goda tider. eller iv) Att Tyskland och Frankrike tar initiativ till ett kortsiktigt instrument med hög likviditet eller en gemensam europeisk marknad endast för statsskuldväxlar.

Bilaga 3: Översikt av närbesläktade befintliga instrument

1. Europeiska unionen

För närvarande driver Europeiska kommissionen, på Europeiska unionens vägnar, tre program enligt vilka den får bevilja lån genom att emittera skuldinstrument på kapitalmarknaderna, vanligtvis så kallade back-to-back-lån. Alla faciliteter tillhandahåller lån till staten. EU bemyndigas av fördraget om Europeiska unionens funktionssätt att anta låne- och garantiprogram som mobiliserar ekonomiska resurser för att uppfylla sitt mandat.

- Inom ramen för betalningsbalansprogrammet ger EU ekonomiskt stöd till medlemsstater utanför euroområdet som allvarligt hotas av svårigheter rörande betalningsbalansen (artikel 143 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt).
- I enlighet med europeiska finansiella stabiliseringsmekanismen (EFSM) har Europeiska kommissionen befogenhet att ta upp lån på EU:s vägnar för finansiering av lån i enlighet med europeiska finansiella stabilitetsmekanismen (rådets förordning nr 407/2010 av den 11 maj 2010). Sedan december 2010 har man kommit överens om stödprogram för Irland och Portugal på 22,5 respektive 26 miljarder euro.
- Det makroekonomiska stödprogrammet ger lån till länder utanför Europeiska unionen. Det makroekonomiska stödet (MFA) är ett policybaserat finansiellt instrument som består av obundet och obestämt betalningsbalansstöd till partnerländer utanför Europa (artikel 212 och 213 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt). Det omfattar medel- eller långfristiga lån eller bidrag, eller en kombination av dessa, och kompletterar finansiering som ges inom ramen för internationella valutafondens reformprogram³¹.

Kreditbetyg

EU:s AAA-kreditbetyg är en återspeglning av flera olika faktorer. Upplåningarna är direkt och ovillkorliga skyldigheter från EU och de garanteras av alla EU:s medlemsstater. Budgetmedel härrör nästan helt från intäkter som betalas av medlemsstaterna oberoende av nationella parlament inbegripet tullar och avgifter på import till EU och avgifter på varje medlemsstats momsintäkter och BNI. På grundval av detta har obligationer som emitteras av EU nollriskviktning och kan användas som säkerhet hos ECB.

För alla lån är investerare i slutändan exponerade mot kreditrisken i EU, och inte mot förmånstagarna av de finansierade lånen. Om ett mottagande land ställer in betalningarna, kommer betalningen att gå från EU-budgeten (127 miljarder euro 2011). EU:s medlemsstater är rättsligt förbundna av EU-fördraget att tillhandahålla kapital för att uppfylla alla EU:s skyldigheter.

De viktigaste kännetecknen i EU:s emissioner

EU har hittills emitterat obligationer med referensstorlek i enlighet med sitt Euro Medium Term Note-program (EMTN), som storleksmässigt har uppgraderats till 80 miljarder euro för att beakta emittering i enlighet med den europeiska finansiella stabiliseringsmekanismen. Återupptagandet av referensemittering inleddes i slutet av 2008, pådriven av krisen.

³¹

För ytterligare information:

» http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

Genom aktiveringen av EFSM för Irland och Portugal har EU blivit en ofta förekommande referensemittent. Den totala låneplanen för EFSM för 2011 uppgår till cirka 28 miljarder euro (13,9 miljarder euro för Irland, 14,1 miljarder euro för Portugal; i enlighet med betalningsbalansprogrammet och det makroekonomiska stödet: cirka 2 miljarder euro). Finansiering är uteslutande denominerad i euro.

Eftersom EU-stödet är på medellång sikt är löptiden normalt 5–10 år, men det kan utvidgas till en varierar mellan 3 och 15 år eller i vissa fall 30 år.

”Back-to-back”-vidareutlåning säkerställer att EU:s budget inte påtar sig några ränte- eller valutarisker. Trots ”back-to-back”-metoden, är skuldtjänstbetalningen för obligationen Europeiska unionens skyldighet, och detta kommer att säkerställa att alla obligationsbetalningar görs i rätt tid.

EU som är en frekvent referenslåntagare avser att inom ovannämnda parametrar skapa en likvid avkastningskurva. EU förpliktigar banker som leder emissionen, så kallade lead managers, att tillhandahålla en aktiv andrahandsmarknad, som alltid anger tvåvägspriser och övervakar att dessa åtaganden tillämpas.

Fastställande av EU-finansiering

EU:s lån finansieras uteslutande med medel som har anskaffats på kapitalmarknaderna och inte av de övriga medlemsstaterna eller från budgeten.

De anskaffade medlen är i princip utlånade ”back-to-back” till mottagarlandet, dvs. med samma kupong, löptid och belopp. Genom denna ”back-to-back”-princip införs begränsningar på EU-emitteringar, dvs. de specifika egenskaperna hos de emitterade finansiella instrumenten definieras av utlåningstransaktionen, vilket sålunda innebär att det inte är möjligt att hitta en löptid eller belopp som avviker från lånet.

I rådets beslut fastställs det övergripande beloppet för landsprogrammet, delutbetalningar och den längsta genomsnittliga löptiden på lånepaketet. Därefter måste kommissionen och mottagarlandet godkänna låne/finansieringsparametrar, avbetalningar och delar därav. Dessutom är alla utom den första delbetalningen av lånet beroende av överensstämmelse med olika politiska villkor som liknar de som ställs på IMF-paket, vilket är ytterligare en faktor som påverkar finansieringstidpunkten. Detta innebär att tidtabell och löptider för emittering är beroende av den tillhörande EU-utlåningsverksamheten.

EFSM-förfarandet

- (1) En medlemsstat som hotas med allvarliga ekonomiska eller finansiella störningar till följd av osedvanliga händelser utanför dess kontroll kan begära stöd från EU i enlighet med EFSM.
- (2) Rådet beslutar genom omröstning med kvalificerad majoritet på grundval av en rekommendation från Europeiska kommissionen.
- (3) Medlemsstaten förhandlar om ett ekonomiskt anpassningsprogram med Europeiska kommissionen i samverkan med IMF och ECB.
- (4) Den mottagande medlemsstaten förhandlar med Europeiska kommissionen om uppgifter om ett samförståndsavtal och ett låneavtal och fattar beslut om genomförande.

- (5) Efter undertecknandet av samförståndsavtalet och låneavtalet, och en begäran om utbetalningar av den mottagande medlemsstaten, anskaffas medel på de internationella finansmarknaderna och den första delen utbetalas. Efterföljande delbetalningar av lånet utbetalas, när rådet har bedömt medlemsstatens uppfyllande av programmets villkor.

2. Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten (EFSF)

Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten (EFSF 1.0) inrättades av medlemsstaterna i euroområdet (EA MS) efter det beslut som fattades av Ekofinrådet den 9 maj 2010. EFSF grundades som ett Luxemburg-registrerat företag. Huvudsyftet med EFSF är att ge ekonomiskt stöd till medlemsstater i euroområdet. Som en del av ett övergripande stödpaket på 750 miljarder euro, har EFSF fått garantier från medlemsstater i euroområdet på totalt 440 miljarder euro för vidareutlåning till medlemsstater i euroområdet i ekonomiska svårigheter, om inte annat följer av villkor i samband med EU:s och IMF:s ekonomiska anpassningsprogram.

Utlåningskapacitet

I enlighet med EFSF 1.0 begränsas EFSF:s effektiva utlåningskapacitet till 255 miljarder euro för att bevara kreditbetyget AAA för EFSF:s obligationer (se nedan).

Kreditbetyg

EFSF 1.0 har fått ett AAA-betyg av kreditvärderingsinstitut. Enligt det ursprungliga avtalet (EFSF 1.0) har detta skett på bekostnad av en reducerad utlåningskapacitet, eftersom varje EFSF-lån måste täckas av i) garantier från AAA-klassade stater. ii) Ett kontantbelopp lika med den relevanta delen av EFSF:s kontantreserv. och iii) En lånespecifik kontantbuffert. Kreditbetyget AAA grundar sig i huvudsak på följande fyra delar:

- (1) **Garantimekanism:** Genom garantiavtalet mellan medlemsstater i euroområdet krävs att de utfärdar en oåterkallelig och ovillkorlig garanti för planerade räntebetalningar och amorteringar på finansieringsinstrument som emitterats av EFSF. Garantin täcker upp till 120 % av varje euromedlemsstats andel av EFSF:s betalningsskyldigheter (kapital och ränta), som emellertid begränsas av respektive garantiåtaganden som fastställs i bilaga 1 till EFSF-ramavtalet. Alla eventuella underskott på grund av denna begränsning skulle emellertid täckas av kontantreserverna och kontantbufferten.
- (2) **Kontantreserv:** Medel som distribueras till en låntagare netto efter direkta avdrag för en serviceavgift, vilken beräknas som 50 räntepunkter på det sammanlagda kapitalbelopp av varje lån och nettonuvärdet av den räntesatsmarginal som skulle uppstå för varje lån till den kontraktssenliga räntesatsen fram till den planerade förfallodagen.
- (3) **Lånespecifik kontantbuffert:** Varje gång ett lån ges till en medlemsstat måste EFSF fastställa en lånespecifik kontantbuffert, med en storlek så att EFSF-lån helt och hållet täcks av AAA-garantier och ett kontantbelopp lika med den relevanta delen av EFSF-kontantreserven plus denna respektive lånspecifika kontantbuffert.
- (4) **Potentiellt ytterligare stöd:** Enligt EFSF-ramavtalet kan storleken på EFSF-programmet ändras genom enhälligt godkännande av borgenärer. EFSF-kapaciteten kan emellertid inte höjas på obestämd tid, eftersom detta kan förvärpa de

garanterande AAA-staternas kreditställning. Om någon av dessa förlorar sitt AAA-kreditbetyg skulle EFSF:s kapacitet minska med det garantibelopp som tillhandahålls av det landet.

Obligationer som emitteras av EFSF är nollriskvägda och berättigar till ECB-repa. EFSF:s kreditvärdering skulle kunna påverkas negativt av en eventuell försämring av kreditvärdigheten hos medlemsstater i euroområdet, särskilt de AAA-klassificerade garantierna. Eftersom EFSF är enskilt garanterad, skulle en enda nedgradering av kreditvärdigheten för en AAA-stat nedgradera AAA-kreditbetyget för EFSF om inga ytterligare kreditförstärkningar görs.

Villkor

Eventuellt ekonomiskt stöd av EFSF är kopplat till förekomsten av ett ekonomiskt anpassningsprogram som inbegriper strikta politiska villkor som anges i ett samförståndsavtal. Kommissionen förhandlar med mottagarlandet om samförståndsavtalet i samarbete med ECB och IMF.

Beslutsfattande

Besluten om att bevilja medel enligt EFSF fattas med enhällighet.

3. Europeiska finansiella stabiliseringsfaciliteten (EFSF 2.0)

EFSF-ramavtalet har ändrats för att ha fullständig utlåningskapacitet på 440 miljarder euro tillgänglig.

Utlåningskapacitet

I enlighet med EFSF 2.0 begränsas EFSF:s effektiva utlåningskapacitet till 440 miljarder euro för att bevara AAA-kreditbetyget för EFSF:s obligationer (se nedan).

Kreditbetyg

EFSF 2.0 har mottagit ett AAA-kreditbetyg av kreditvärderingsinstitut. För att höja EFSF:s faktiska utlåningskapacitet till högst 440 miljarder euro, har en översyn av EFSF-ramavtalet gjorts i syfte att öka garantierna från AAA-klassificerade stater till 440 miljarder euro. AAA-kreditbetyget bygger huvudsakligen på ett enda inslag, garantimekanismen.

Garantiavtalet mellan medlemsstaterna i euroområdet kräver att de utfärdar en oåterkallelig och ovillkorlig garanti för planerade räntebetalningar och amorteringar på finansieringsinstrument som emitterats av EFSF. Garantin täcker upp till 165 % av varje euromedlemsstats andel av EFSF:s skyldigheter (kapital och ränta), som emellertid begränsas av respektive garantiåtaganden som fastställs i bilaga 1 till EFSF-ramavtalet. Obligationer som emitteras av EFSF är nollriskvägda och berättigar till ECB-repa.

EFSF:s kreditvärdering kan påverkas negativt av en eventuell försämring av kreditvärdigheten hos en medlemsstat i euroområdet, särskilt en AAA-klassificerad borgenär. Eftersom EFSF garanteras av flera, skulle en enda sänkning av AAA-kreditbetyget för en garanterande AAA-stat sänka EFSF:s AAA-kreditbetyg, om inga ytterligare kreditförstärkningar införs.

Villkor

Ekonomiskt stöd från EFSF är kopplat till stränga politiska villkor såsom fastställs i ett samförståndsavtal. Kommissionen förhandlar med det mottagande landet om

samförståndsavtalet i samarbete med ECB och IMF. Utöver lån inom det makroekonomiska anpassningsprogrammet kan EFSF också bevilja krediter, göra transaktioner på primär- och sekundärobligationsmarknader och bevilja lån utanför program för rekapitalisering av finansinstitut.

Beslutsfattande

Beslut om att bevilja medel enligt EFSF fattas med enhällighet.

4. Europeiska stabilitetsmekanismen (ESM)

Den 24-25 mars 2011 gav EU:s stats- och regeringschefer sitt stöd för inrättandet av ESM som en permanent krismekanism för att skydda euron och den finansiella stabiliteten i Europa. ESM kommer att bli världens största internationella finansinstitut med ett kapital på 700 miljarder euro, av vilket 80 miljarder euro kommer att betalas in. Ikraftträdandet av ESM planerades ursprungligen till juli 2013, men det förväntas tidigareläggas till mitten av 2012.

5. Tyska delstaters gemensamma obligationer

Ett särskilt segment av de tyska delstaternas (Länder) obligationsmarknad är de så kallade Jumbos. Dessa är obligationer som emitteras av en grupp av tyska delstater. Hittills har 38 Jumbos emitterats av syndikat av fem till sju delstater, med undantag för den särskilt stora Jumbon från 1997 som delades av inte färre än tio delstater. Hittills har samtliga Jumbos ordnats som linjära obligationer och den genomsnittliga emissionstorleken är något högre än 1 miljard euro, vilket är mer än sju gånger storleken på en genomsnittlig emission från en delstat. Deltagare i Jumbo-programmet är oftast delstater som antingen är små till storlek eller befolkning. Jumbos är mer likvida än typiska delstatsobligationer, vilket besparar delstatskassan en del av likviditetsriskpåslaget jämfört med ett ganska liten obligation från en enda emittent. Ur investerarnas synvinkel utgör en Jumbo en strukturerad obligation som består av separata skadeståndskrav mot de deltagande delstaterna i enlighet med deras andel av den gemensamma emissionen. Medlemsstaterna är således enskilt men inte gemensamt ansvariga för emissionen.

Obligationsegenskaper

- Emissionsfrekvens Vanligtvis 2–3 emissioner per år
- Löptider: 5–10 år
- Storlek: 1–1,5 miljarder euro
- En delstat samordnar emissionen och agerar i egenskap av betalningsorgan.

Kreditbetyg

Emissionerna kreditvärderas AAA av Fitch. Bakgrunden är att fram till nyligen tilldelade Fitch alla tyska delstater AAA-värderingar på grundval av Länderfinanzausgleich (detta är en utjämningsprocess som är en solidaritets- och underförstådd garantimekanism mellan delstaterna och i sista hand den federala staten). Detta förklarar också de ofta delade kreditvärderingarna mellan Fitch och övriga kreditvärderingsorgan. Observera att inte alla tyska delstater längre klassificeras av Fitch.

Enligt Fitch spelgar AAA-värderingen den enskilda kreditvärdigheten för alla sju tyska federala stater som deltar i den gemensamma emissionen. Den bygger på de starka

stödmekanismer som tillämpas på alla medlemmar i den tyska federationen och de omfattande likviditetsfaciliteter de åtnjuter som garanterar en punktlig betalning och som jämställer delstaternas kreditvärdighet med Förbundsrepubliken Tysklands. Fitch konstaterar att stödmekanismerna tillämpas på ett enhetligt sätt för alla medlemmar i den tyska federationen: Den federala regeringen (Bund) och de 16 delstaterna. Skillnaderna mellan de federala staternas ekonomiska och finansiella fundamenta är irrelevanta eftersom alla förbundsländer har lika rätt till ekonomiskt stöd från den federala regeringen i händelse av finansiella problem. De tyska förbundsländernas gemensamma obligationer är nollriskvägda och berättigar till ECB-repa.

Bilaga 4: Dokumentation och marknadspraxis

Såsom nämns i avsnitt 4 skulle införandet av en stabilitetsobligation kräva att olika utmärkande egenskaper i fråga om säkerheter och marknadspraxis behöver fastställas. Dessa skulle eventuellt kunna innefatta följande:

- Jurisdiktion för emissionen av stabilitetsobligationer: EFSF- och EU/EFSM-obligationer emitteras enligt engelsk lagstiftning, men detta kan stöta på politiskt motstånd i det här fallet.
- Värdepappers förfallsstruktur: Finansieringsstrategin för stabilitetsobligationer bör fastställas i syfte att i) ta fram referensemissioner och en avkastningskurva, och ii) optimera finansieringskostnader, eftersom en emission är dyrare i vissa segment av avkastningskurvan än i andra. Emissionen av kortfristiga papper (statsskuldväxlar) som komplement till längre löptider skulle förbättra statskassans flexibilitet och avsevärt förbättra tillgången till finansiering.
- Kupongtyper (fasta, rörliga, nollkupon, inflationskopplade): Till en början och för att underlätta framtagandet av referensstatus, kan det vara bättre att fokusera på utmärkande egenskaper i fråga om säkerheter av typen ”plain vanilla”. Detta skulle också underlätta framtagandet av relaterade derivatinstrument, särskilt terminsaffärer och optioner.
- Fondbörs vid vilken värdepapper skulle noteras: EFSF- och EU/EFSM-obligationer noteras för närvarande på Luxemburg-börsen. För stabilitetsobligationer kan detta visa sig vara alltför begränsat även om notering på flera börser skulle medföra ytterligare kostnader.
- Avvecklingskonventioner: Dessa konventioner bör fastställas med sikte på att göra instrumenten mer attraktiva, dvs. för kortfristiga papper med t+1 (för att underlätta kortfristiga mål för statskassan) och för långsiktiga värdepapper med t+3 (för att minimera risken för avvecklingsmisslyckanden).
- Strategi för att skapa och bibehålla en investerarbas: Förbindelserna med potentiella investerare skulle behöva upprättas och eventuellt krävs det beslut om huruvida det behöver inrättas en grupp av primära handlare, hur detaljistsektorn för värdepapper kommer att integreras, etc.
- Införande av klausuler om kollektiva åtgärder för att möjliggöra ett organiserat förfarande för att lösa eventuella framtida solvensfrågor.

Referenser

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

Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, A proposal to restore euro area stability 18 augusti 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. Tal vid Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, Poros, 8 juli 2011, <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html>

Boonstra, W.W. (2010), The Creation of a Common European Bond Market, *Cahier Comte Boël*, 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. and W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, May/June 2009, s.132–135.

Delpla, J. and von Weizsäcker, J. (2010), The Blue Bond Proposal, *Breugel Policy Briefs 420*, Bruegel, Bryssel 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 mars 2009

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

Favero, C.A. and A. Missale (2010), EU Public Debt Management and Eurobonds, Chapter 4 in *Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform*, Europaparlamentet, Bryssel

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

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

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

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

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

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

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

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

Prodi, Romano and Alberto Quadrio Curzio (2011), EuroUnionBond ecco ci che va fatto, Il Sole 24 hore, 23 augusti 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, 5 december 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*, 5 december 2010



EUROPEAN COMMISSION

Brussels, 23.11.2011
COM(2011) 818 final

GREEN PAPER

on the feasibility of introducing Stability Bonds

GREEN PAPER

on the feasibility of introducing Stability Bonds

1. RATIONALE AND PRE-CONDITIONS FOR STABILITY BONDS¹

1.1. Background

This Green Paper has the objective to launch a broad public consultation on the concept of Stability Bonds, with all relevant stakeholders and interested parties, i.e. Member States, financial market operators, financial market industry associations, academics, within the EU and beyond, and the wider public as a basis for allowing the European Commission to identify the appropriate way forward on this concept.

The document assesses the feasibility of common issuance of sovereign bonds (hereafter "common issuance") among the Member States of the euro area and the required conditions². Sovereign issuance in the euro area is currently conducted by Member States on a decentralised basis, using various issuance procedures. The introduction of commonly issued Stability Bonds would mean a pooling of sovereign issuance among the Member States and the sharing of associated revenue flows and debt-servicing costs. This would significantly alter the structure of the euro-area sovereign bond market, which is the largest segment in the euro-area financial market as a whole (see Annex 1 for details of euro-area sovereign bond markets).

The concept of common issuance was first discussed by Member States in the late 1990s, when the Giovannini Group (which has advised the Commission on capital-market developments related to the euro) published a report presenting a range of possible options for co-ordinating the issuance of euro-area sovereign debt³. In September 2008, interest in common issuance was revived among market participants, when the European Primary Dealers Association (EPDA) published a discussion paper "A Common European Government Bond"⁴. This paper confirmed that euro-area government bond markets remained highly fragmented almost 10 years after the introduction of the euro and discussed the pros and cons of common issuance. In 2009, the Commission services again discussed the issue of common issuance in the EMU@10 report.

The intensification of the euro-area sovereign debt crisis has triggered a wider debate on the feasibility of common issuance⁵. A significant number of political figures, market

¹ The public discussion and literature normally uses the term "Eurobonds". The Commission considers that the main feature of such an instrument would be enhanced financial stability in the euro area. Therefore, in line with President Barroso's State of the Union address on 28 September 2011, this Green Paper refers to "Stability Bonds".

² In principle, common issuance could also extend to non-euro area Member States but would imply exchange rate risk. Several non-euro area Member States have already a large part of their obligations denominated in euro, so this should not represent a significant obstacle. All EU Member States might have an interest in joining the Stability Bond, especially if that would help reducing and securing their funding costs and generates positive effects on the economy through the internal market. From the point of view of the Stability Bond, the higher the number of Member States participates, the bigger are likely to be the positive effects, notably stemming from larger liquidity.

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 See 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>.

⁵ See Annex 2 for an overview of analytical contributions to the Stability Bonds debate.

analysts and academics have promoted the idea of common issuance as a potentially powerful instrument to address liquidity constraints in several euro-area Member States. Against this background, the European Parliament requested the Commission to investigate the feasibility of common issuance in the context of adopting the legislative package on euro-area economic governance, underlining that the common issuance of Stability Bonds would also require a further move towards a common economic and fiscal policy⁶.

While common issuance has typically been regarded as a longer-term possibility, the more recent debate has focused on potential near-term benefits as a way to alleviate tension in the sovereign debt market. In this context, the introduction of Stability Bonds would not come at the end of a process of economic and fiscal convergence, but would come in parallel with further convergence and foster the establishment and implementation of the necessary framework for such convergence. Such a parallel approach would require an immediate and decisive advance in the process of economic, financial and political integration within the euro area.

The Stability Bond would differ from existing jointly issued instruments. Stability Bonds would be an instrument designed for the day-to-day financing of euro-area general governments through common issuance. In this respect, they should be distinguished from other jointly issued bonds in the European Union and euro area, such as issuance to finance external assistance to Member States and third countries⁷. Accordingly, the scale of Stability Bond issuance would be much larger and more continuous than that involved in the existing forms of national or joint issuance.

Issuance of Stability Bonds could be centralised in a single agency or remain decentralised at the national level with tight co-ordination among the Member States. The distribution of revenue flows and debt-servicing costs linked to Stability Bonds would reflect the respective issuance shares of the Member States. Depending on the chosen approach to issuing Stability Bonds, Member States could accept joint-and-several liability for all or part of the associated debt-servicing costs, implying a corresponding pooling of credit risk.

Many of the implications of Stability Bonds go well beyond the technical domain and involve issues relating to national sovereignty and the process of economic and political integration. These issues include reinforced economic policy coordination and governance,

⁶ European Parliament Resolution of 6 July 2011 on the financial, economic and social crisis: recommendations concerning the measures and initiatives to be taken (2010/2242(INI)) states: "...13. *Calls on the Commission to carry out an investigation into a future system of Eurobonds, with a view to determining the conditions under which such a system would be beneficial to all participating Member States and to the euro area as a whole; points out that Eurobonds would offer a viable alternative to the US dollar bond market, and that they could foster integration of the European sovereign debt market, lower borrowing costs, increase liquidity, budgetary discipline and compliance with the Stability and Growth Pact (SGP), promote coordinated structural reforms, and make capital markets more stable, which will foster the idea of the euro as a global 'safe haven'; recalls that the common issuance of Eurobonds requires a further move towards a common economic and fiscal policy; 14. Stresses, therefore, that when Eurobonds are to be issued, their issuance should be limited to a debt ratio of 60% of GDP under joint and several liability as senior sovereign debt, and should be linked to incentives to reduce sovereign debt to that level; suggests that the overarching aim of Eurobonds should be to reduce sovereign debt and to avoid moral hazard and prevent speculation against the euro; notes that access to such Eurobonds would require agreement on, and implementation of, measurable programmes of debt reduction;*".

⁷ E.g. bonds issued by the Commission under the Balance of Payments Facility/EFSM and bonds issued by the EFSF or issuance to finance large-scale infrastructure projects with a cross-country dimension (e.g. project bonds to be possibly issued by the Commission). The various types of joint issuance and other instruments similar to Stability Bonds are discussed in Annex 3.

and a higher degree of economic convergence, and, under some options, the need for Treaty changes. The more extensively credit risk would be pooled among sovereigns, the lower would be market volatility but also market discipline on any individual sovereign. Thus fiscal stability would have to rely more strongly on discipline provided by political processes. Equally, some of the pre-conditions for the success of Stability Bonds, such as a high degree of political stability and predictability or the scope of backing by monetary authorities, go well beyond the more technical domain.

Any type of Stability Bond would have to be accompanied by a substantially reinforced fiscal surveillance and policy coordination as an essential counterpart, so as to avoid moral hazard and ensure sustainable public finances and to support competitiveness and reduction of harmful macroeconomic imbalances.

This would necessarily have implications for fiscal sovereignty, which calls for a substantive debate in euro area member states.

As such issues require in-depth consideration, this paper has been adopted by the Commission so as to launch a necessary process of political debate and public consultation on the feasibility of and the pre-conditions for introducing Stability Bonds.

1.2. Rationale

The debate on common issuance has evolved considerably since the launch of the euro. Initially, the rationale for common issuance focused mainly on the benefits of enhanced market efficiency through enhanced liquidity in euro-area sovereign bond market and the wider euro-area financial system. More recently, in the context of the ongoing sovereign crisis, the focus of debate has shifted toward stability aspects. Against this background, the main benefits of common issuance can be identified as:

1.2.1. Managing the current crisis and preventing future sovereign debt crises

The prospect of Stability Bonds could potentially alleviate the current sovereign debt crisis, as the high-yield Member States could benefit from the stronger creditworthiness of the low-yield Member States. Even if the introduction of Stability Bonds could take some time (see Section 2), prior agreement on common issuance could have an impact on market expectations and thereby lower average and marginal funding costs for those Member States currently facing funding pressures. However, for any such effect to be durable, a roadmap towards common bonds would have to be accompanied by parallel commitments to stronger economic governance, which would guarantee that the necessary budgetary and structural adjustment to assure sustainability of public finances would be undertaken.

1.2.2. Reinforcing financial stability in the euro area

Stability Bonds would make the euro-area financial system more resilient to future adverse shocks and so reinforce financial stability. Stability Bonds would provide all participating Member States with more secure access to refinancing, preventing a sudden loss of market access due to unwarranted risk aversion and/or herd behaviour among investors. Accordingly, Stability Bonds would help to smooth market volatility and reduce or eliminate the need for costly support and rescue measures for Member States temporarily excluded from market financing. The positive effects of such bonds are dependent on managing the potential disincentives for fiscal discipline. This aspect will be discussed more thoroughly in Section 1.3 and Section 3.

The euro-area banking system would benefit from the availability of Stability Bonds. Banks typically hold large amounts of sovereign bonds, as low-risk, low-volatility and liquid investments. Sovereign bonds also serve as liquidity buffers, because they can be sold at

relatively stable prices or can be used as collateral in refinancing operations. However, a significant home bias is evident in banks' holdings of sovereign debt, creating an important link between their balance sheets and the balance sheet of the domestic sovereign. If the fiscal position of the domestic sovereign deteriorates substantially, the quality of available collateral to the domestic banking system is inevitably compromised, thereby exposing banks to refinancing risk both in the interbank market and in accessing Eurosystem facilities. Stability Bonds would provide a source of more robust collateral for all banks in the euro area, reducing their vulnerability to deteriorating credit ratings of individual Member States. Similarly, other institutional investors (e.g. life insurance companies and pension funds), which tend to hold a relatively high share of domestic sovereign bonds, would benefit from a more homogenous and robust asset in the form of a Stability Bond.

1.2.3. Facilitating transmission of monetary policy

Stability Bonds would facilitate the transmission of euro-area monetary policy. The sovereign debt crisis has impaired the transmission channel of monetary policy, as government bond yields have diverged sharply in highly volatile markets. In some extreme cases, the functioning of markets has been impaired and the ECB has intervened via the Securities Market Programme. Stability Bonds would create a larger pool of safe and liquid assets. This would help in ensuring that the monetary conditions set by the ECB would pass smoothly and consistently through the sovereign bond market to the borrowing costs of enterprises and households and ultimately into aggregate demand.

1.2.4. Improving market efficiency

Stability Bonds would promote efficiency in the euro-area sovereign bond market and in the broader euro-area financial system. Stability Bond issuance would offer the possibility of a large and highly liquid market, with a single benchmark yield in contrast to the current situation of many country-specific benchmarks. The liquidity and high credit quality of the Stability Bond market would deliver low benchmark yields, reflecting correspondingly low credit risk and liquidity premiums (see Box 1). A single set of “risk free” Stability Bond benchmark yields across the maturity spectrum would help to develop the bond market more broadly, stimulating issuance by non-sovereign issuers, e.g. corporations, municipalities, and financial firms. The availability of a liquid euro-area benchmark would also facilitate the functioning of many euro-denominated derivatives markets. The introduction of Stability Bonds could be a further catalyst in integrating European securities settlement, in parallel with the planned introduction of the ECB's Target2 Securities (T2S) pan-European common settlement platform and possible further regulatory action at EU level. In these various ways, the introduction of Stability Bonds could lead to lower financing costs for both the public sector and the private sector in the euro area and thereby underpin the longer-term growth potential of the economy.

Box 1: The expected yield of Stability Bonds – the empirical support

The introduction of Stability Bonds should enhance liquidity in euro-area government bond markets, thereby reducing the liquidity premium investors implicitly charge for holding government bonds. This box presents an attempt to quantify how large the cost savings through a lower liquidity premium could be. A second component of the expected yield on Stability Bonds, namely the likely credit risk premium has proven more controversial. Both the liquidity and credit premiums for a Stability Bond would crucially depend on the options chosen for the design and guarantee structure of such bonds.

Several empirical analyses compared the yield of hypothetical commonly-issued bonds with the average yield of existing bonds. These analyses assume that there is neither a decline in the liquidity premium nor any enhancement in the credit risk by the common issuance beyond the average of the ratings of Member States. Carstensen (2011) estimated that the yield on common Bonds, if simply a weighted average of interest rates of Member States, would be 2 percentage points above the German 10-year Bund. Another estimate (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011),) concluded that the yield difference to German bunds could be 0.5 to 0.6 of a percentage point. The underlying reasoning is that fiscal variables are key determinants of sovereign bond spreads. In fiscal terms, the euro-area aggregate would be comparable to France; therefore the yield on common bonds would be broadly equal to that on French bonds. An analysis by J.P Morgan (2011), using a comparable approach, yields a similar range of around 0.5 to 0.6 of a percentage point. A further analysis along these lines by the French bank NATIXIS (2011) suggests that common bonds could be priced about 20 basis points above currently AAA-rated bonds. Favero and Missale (2010) claim that US yields, adjusted for the exchange rate premium, are a good benchmark for yields on common bonds, because such bonds would aim to make the euro-area bond markets similar to the US market in terms of credit risk and liquidity. They find that in the years before the financial crisis the yield disadvantage of German over US government bonds was around 40 basis points, which would then represent the liquidity gains obtained from issuing common bonds under the same conditions as US bonds.

In order to provide an estimate of the attainable gains in the liquidity premium, the Commission has conducted a statistical analysis of each issuance of sovereign bonds in the euro area after 1999. The size of the issuance is used as an approximation (as it is the most broadly available indicator even if it might underestimate the potential gain in liquidity premia) of how liquid a bond issuance is, and the coefficient in a regression determines the attainable gains from issuing bonds in higher volumes⁸. A first model is estimated using data on AAA-rated euro-area Member States (labelled "AAA" in the table), and a second model is estimated using data on all available euro-area Member States (labelled "AA"). The second model also controls for the rating of each issuance. It emerges that all coefficients are significant at conventional levels, and between 70 and 80% of the variation is explained by the estimation.

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

	<i>Historical average 1999-2011</i>			<i>2011 market conditions</i>		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Yield (%) – model based	3.68	3.63	3.87	1.92	2.43	2.63
Yield change with US market size	-0.07	-0.09	-0.17	-0.07	-0.17	-0.17

To obtain the gain in the liquidity premium, the coefficients from the model estimate were used to simulate the potential fall in yields of bonds that were issued in the average US issuance size rather than the average euro-area issuance volume. Hence, the US's issuance size serves as a proxy for how liquid a Stability Bond market might become. In a first set of calculation, the liquidity advantage was derived from the average historical "portfolio" yield since 1999. For comparison, the same calculations were made assuming the market conditions of summer 2011.

⁸ The issuance sizes as recorded in Dealogic have been adjusted to incorporate the size of adjacent issuances with similar maturity and settlement date. To adjust for differences in time-dependent market conditions, control variables are introduced for the impact of the level of the interest rate (the 2-year swap rate) and of the term structure (the difference between the 10-year and the 2-year swap rates) prevailing at the time of each issuance.

The table's second row indicates that the yield gain due to higher issuing volume would be in the range of 10 to 20 basis points for the euro area, depending on the credit rating achieved, but rather independent on whether the historical or recent market conditions were used. The corresponding gain in the yield for Germany would be around 7 basis points. The simulations demonstrate that the expected gain in the liquidity premium is rather limited and decreases for Member States that already benefit from the highest rating.

While it is obvious that the Members States currently facing high yields would benefit from both the pooling of the credit risk and the improved liquidity of the common bonds, the current low-yield Member States could face higher yields in the absence of any improvement in the credit risk of the current high-yield issuers. In principle, compensatory side payments could redistribute the gains associated with the liquidity premium, but in the absence of better governance the overall credit quality of the euro area debt could in fact deteriorate as a result of weaker market discipline to the extent that the current low-yield Member States would face increased funding costs.

1.2.5. Enhancing the role of the euro in the global financial system

Stability Bonds would facilitate portfolio investment in the euro and foster a more balanced global financial system. The US Treasury market and the total euro-area sovereign bond market are comparable in size, but fragmentation in euro-denominated issuance means that much larger volumes of Treasury bonds are available than for any of the individual national issuers in the euro area. On average since 1999, the issuance size of 10-year US Treasury bonds has been almost twice the issuing size of the Bund and even larger than bonds issued by any other EU Member State. According to available data, trading volumes in the US Treasury cash market are also a multiple of those on the corresponding euro-area market, where liquidity has migrated to the derivatives segment. High liquidity is one of the factors contributing to the prominent and privileged role of US Treasuries in the global financial system (backed by the US dollar as the sole international reserve currency), thereby attracting institutional investors. Accordingly, the larger issuance volumes and more liquid secondary markets implied by Stability Bond issuance would strengthen the position of the euro as an international reserve currency.

1.3. Preconditions

While Stability Bonds would provide substantial benefits in terms of financial stability and economic efficiency, it would be essential to address potential downsides. To this end, important economic, legal and technical preconditions would need to be met. These preconditions, which could imply Treaty changes and substantial adjustments in the institutional design of EMU and the European Union, are discussed below.

1.3.1. Limiting moral hazard

Stability Bonds must not lead to a reduction in budgetary discipline among euro-area Member States. A notable feature of the period since the launch of the euro has been inconsistency in market discipline of budgetary policy in the participating Member States. The high degree of convergence in euro-area bond yields during the first decade of the euro was not, in retrospect, justified by the budgetary performance of the Member States. The correction since 2009 has been abrupt, with possibly some degree of overshooting. Despite this inconsistency, the more recent experience confirms that markets can discipline national budgetary policies in the euro area. With some forms of Stability Bonds, such discipline would be reduced or lost altogether as euro-area Member States would pool credit risk for some or all of their public debt, implying a risk of moral hazard. Moral hazard inherent in common issuance arises since the credit risk stemming from individual lack of fiscal discipline would be shared by all participants.

As the issuance of Stability Bonds may weaken market discipline, substantial changes in the framework for economic governance in the euro area would be required. Additional safeguards to assure sustainable public finances would be warranted. These safeguards would need to focus not only on budgetary discipline but also on economic competitiveness (see Section 3). While the adoption of the new economic governance package already provides a significant safeguard to be further reinforced by new regulations based on Article 136⁹, there may be a need to go still further in the context of Stability Bonds – notably if a pooling of credit risk was to be involved. If Stability Bonds were to be seen as a means to circumvent market discipline, their acceptability among Member States and investors would be put in doubt.

While prudent fiscal policy in good times and a swift correction of any deviation from that path are the core of responsible, stability-oriented policy making, experience has shown that broader macroeconomic imbalances, including competitiveness losses, can have a very detrimental effect on public finances. Therefore, the stronger policy coordination required by the introduction of the Stability Bonds must apply also to avoiding and correcting harmful macroeconomic imbalances.

Ensuring high credit quality and that all Member States benefit from Stability Bonds

Stability Bonds would need to have high credit quality to be accepted by investors. Stability Bonds should be designed and issued such that investors consider them a very safe investment. Consequently, the acceptance and success of Stability Bonds would greatly benefit from the highest rating possible. An inferior rating could have a negative impact on its pricing (higher yield than otherwise) and on investors' willingness to absorb sufficiently large amounts of issuance. This would particularly be the case if Member States' national AAA issuance would continue and thereby co-exist and compete with Stability Bonds. High credit quality would also be needed to establish Stability Bonds as an international benchmark and to underpin the development and efficient functioning of related futures and options markets.¹⁰ In this context, the construction of Stability Bonds would need to be sufficiently transparent to allow investors to price the underlying guarantees. Otherwise, there is a risk that investors would be sceptical of the new instrument and yields would be considerably higher than the present yields for the more credit-worthy Member States.

Achieving a high credit quality will also be important to ensure the acceptance of Stability Bonds by all euro-area Member States. One key issue is how risks and gains are distributed across Member States. In some forms, Stability Bonds would mean that Member States with a currently below-average credit standing could obtain lower financing costs, while Member States that already enjoy a high credit rating may even incur net losses, if the effect of the pooling of risk dominated the positive liquidity effects. Accordingly, support for Stability Bonds among those Member States already enjoying AAA ratings would require an assurance of a correspondingly high credit quality for the new instrument so that the financing costs of their debt would not increase. As explained, this again would rest on a successful

⁹ Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit of the Member States in the euro area; Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit of the Member States in the euro area.

¹⁰ The experience of rating the EFSF bonds has showed that a rating of the bond superior to the average guarantees made by participating Member States was accomplished by different tools such as holding cash buffers, loss-absorbing capital and over-guaranteeing the issuance size. While these elements have been complex to manage in the case of the EFSF, they may prove useful in reinforcing the credit rating of the Stability Bond.

reduction of moral hazard. The acceptability of Stability Bonds might be further assured by a mechanism to redistribute some of the funding advantages between the higher- and lower-rated Member States (see Box 2).

The credit rating for Stability Bonds would primarily depend on the credit quality of the participating Member States and the underlying guarantee structure¹¹.

- With several (not joint) guarantees, each guaranteeing Member State would be liable for its share of liabilities under the Stability Bond according to a specific contribution key¹². Provided that Member States would continue to obtain specific ratings, a downgrade of a large Member State would be very likely to result in a corresponding downgrade of the Stability Bond, although this would not necessarily have an impact on the rating of the other Member States. In present circumstances with only six AAA euro-area Member States, a Stability Bond with this guarantee structure would most likely not be assigned an AAA credit rating and could even be rated equivalently with the lowest-rated Member State, unless supported by credit enhancement.
- With several (not joint) guarantees enhanced by seniority and collateral, each guaranteeing Member State would again remain liable for its own share of Stability Bond issuance. However, to ensure that Stability Bonds would always be repaid, even in case of default, a number of credit enhancements could be considered by the Member States. First, senior status could be applied to Stability Bond issuance. Second, Stability Bonds could be partially collateralised (e.g. using cash, gold, shares of public companies etc.). Third, specific revenue streams could be earmarked to cover debt servicing costs related to Stability Bonds. The result would be that the Stability Bonds would achieve an AAA rating, although the ratings on the national bonds of less credit-worthy Member States would be likely to experience a relative deterioration.
- With joint and several guarantees, each guaranteeing Member State would be liable not only for its own share of Stability Bond issuance but also for the share of any other Member State failing to honour its obligations¹³. Even under this guarantee structure, it cannot be completely excluded that the rating of the Stability Bonds could be affected if a limited number of AAA-rated Member States would be required to guarantee very large liabilities of other lower-rated Member States. There is also a risk that in an extreme situation a cascade of rating downgrades could be set in motion, e.g. a downgrading of a larger AAA-rated Member State could result in a downgrading of the Stability Bond, which could in turn feedback negatively to the credit ratings of the other participating Member States. Accordingly, appropriate safeguards would be essential to assure budgetary discipline among the participating Member States via a strong economic governance framework (and possibly seniority of Stability Bonds over national bonds under an option where these would continue to exist).

Box 2: Possible redistribution of funding advantages between Member States

The risk of moral hazard associated with Stability Bond issuance with joint guarantees might be addressed by a mechanism to redistribute some of the funding advantages of Stability Bond issuance between the higher- and lower-rated Member States. Such a mechanism could

¹¹ In this section, the terms *several guarantee* and *joint and several guarantee* are used in an economic sense that may not be identical to their legal definitions.

¹² Such as an EU budget or ECB capital key.

¹³ However, in such circumstances, participating Member States would have a claim on the defaulting Member State.

make the issuance of Stability Bonds into a win-win proposition for all euro-area Member States. A stylised example using two Member States can be used to demonstrate:

The government debt of both Member States amounts to about EUR 2 billion, but Member State A pays a yield of 2%, while Member State B pays a yield of 5% on national issuance with 5-year maturity. Stability Bond issuance would finance both Member States fully, with maturity of 5 years and an interest rate of 2%). The distribution of Stability Bond issuance would be 50% for each Member State.

Part of the funding advantage that Member State B would enjoy from Stability Bond issuance could be redistributed to Member State A. For example, a 100bps discount for Member State A could be financed from the 300 bps premium for Member State B. Accordingly, the Stability Bond could fund Member State A at a yield of 1% and fund Member State B at a yield of 3%. Both Member States would have lower funding costs relative to national issuance.

Needless to say, the mechanism for internal distribution of the benefits from Stability Issuance would need to be formulated but would be linked to relative budgetary performance in the context of the euro-area economic governance framework.

1.3.2. *Ensuring consistency with the EU Treaty*

Consistency with the EU Treaty would be essential to ensure the successful introduction of the Stability Bond. Firstly, Stability Bonds must not be in breach of the Treaty prohibition on the “bailing out” of Member States. The compatibility of Stability Bonds with the current Treaty framework depends on the specific form chosen. Some options could require changes in the relevant provisions of the Treaty. Article 125 of the Treaty on the functioning of the European Union (TFEU) prohibits Member States from assuming liabilities of another Member State.

Issuance of Stability Bonds under joint and several guarantees would a priori lead to a situation where the prohibition on bailing out would be breached. In such a situation, a Member State would indeed be held liable irrespective of its 'regular' contributing key, should another Member State be unable to honour its financial commitments. In this case, an amendment to the Treaty would be necessary. This could be made under the simplified procedure if a euro area common debt management office were constructed under an inter-governmental framework, but would most likely require the use of the ordinary procedure if it were placed directly under EU law since it would extend the competences of the EU. Unless a specific basis is established in the Treaty, an EU-law based approach would probably require the use of Article 352 TFEU, which implies a unanimous vote of the Council and the consent of the European Parliament. The issuance of Stability Bonds and the tighter economic and fiscal coordination needed for ensuring its success would also most likely require significant changes to national law in a number of Member States¹⁴.

Issuance of Stability Bonds under several but not joint guarantees would be possible within the existing Treaty provisions. For example, increasing substantially the authorised lending volume of the ESM and changing the lending conditions with a view to allowing it to on-lend the amounts borrowed on the markets to all euro-area Member States could be constructed in a way compatible with Article 125 TFEU, provided the pro-rata nature of the contributing key attached to the ESM remains unchanged. The same reasoning would apply to

¹⁴ For example, the German Constitutional Court ruling of 7 September 2011 prohibits the German legislative body to establish a permanent mechanism, “which would result in an assumption of liability for other Member States’ voluntary decisions, especially if they have consequences whose impact is difficult to calculate.” It also requires that also in a system of intergovernmental governance, the Parliament must remain in control of fundamental budget policy decisions.

issuances of a possible common debt management office, whose liabilities would remain limited to a strictly pro-rata basis.

The Treaty would also need to be changed if a significantly more intrusive euro-area economic governance framework was to be envisaged. Depending on the specific characteristics of Stability Bonds, fiscal and economic governance and surveillance in participating Member States would have to be reinforced to avoid the emergence of moral hazard. Further qualitative changes in governance beyond the proposals included in the 23 November package will probably require changes in the Treaty. Section 3 discusses such options of reinforced fiscal governance in more depth.

2. OPTIONS FOR ISSUANCE OF STABILITY BONDS

Many possible options for issuance of Stability Bonds have been proposed, particularly since the onset of the euro-area sovereign crisis. However, these options can be generally categorised under three broad approaches, based on the degree of substitution of national issuance (full or partial) and the nature of the underlying guarantee (joint and several or several) implied. The three broad approaches are¹⁵:

- (1) the full substitution of Stability Bond issuance for national issuance, with joint and several guarantees;
- (2) the partial substitution of Stability Bond issuance for national issuance, with joint and several guarantees; and
- (3) the partial substitution of Stability Bond issuance for national issuance, with several but not joint guarantees.

In this section, each of the three approaches is assessed in terms of the benefits and preconditions outlined in Section 1.

2.1. Approach No. 1: Full substitution of Stability Bond issuance for national issuance, with joint and several guarantees

Under this approach, euro-area government financing would be fully covered by the issuance of Stability Bonds with national issuance discontinued. While Member States could issue Stability Bonds on a decentralised basis via a coordinated procedure, a more efficient arrangement would imply the creation of a single euro-area debt agency¹⁶. This centralised agency would issue Stability Bonds in the market and distribute the proceeds to Member States based on their respective financing needs. On the same basis, the agency would service Stability Bonds by gathering interest and principal payments from the Member States. The Stability Bonds would be issued under joint and several guarantees provided by all euro-area Member States, implying a pooling of their credit risk. Given the joint-and-several nature of guarantees, the credit rating of the larger euro-area Member States would most likely dominate in determining the Stability Bond rating, suggesting that a Stability Bond issued today could be expected to have a high credit rating. Nevertheless, the design of the cross-guarantees embedded in Stability Bonds and the implications for credit rating and yields would need to be more thoroughly analysed.

¹⁵ A fourth approach involving full substitution of Stability Bonds and several but not joint guarantees would also be possible but is not considered, as it would not be materially different from the existing issuance arrangements. In addition, hybrid cases could be conceived, for example several guarantees on debt obligations coupled with a limited joint guarantee to cover short-term liquidity gaps.

¹⁶ See section 4 for a review of the advantages and disadvantages of centralised and decentralised issuance.

This approach would be most effective in delivering the benefits of Stability Bond issuance. The full substitution of Stability Bond issuance for national issuance would assure full refinancing for all Member States irrespective of the condition of their national public finances. In this way, the severe liquidity constraints currently experienced by some Member States could be overcome and the recurrence of such constraints would be avoided in the future. This approach would also create a very large and homogenous market for Stability Bonds, with important advantages in terms of liquidity and reduced liquidity risk premia. The new Stability Bonds would provide a common euro-area benchmark bond and so offer a more efficient reference framework for the pricing of risk throughout the euro-area financial system. By assuring high quality government-related collateral for financial institutions in all Member States, it would maximise the benefits of common issuance in improving the resilience of the euro-area financial system and in improving monetary-policy transmission. The Stability Bond under this approach would also provide the global financial system with a second safe-haven market of a size and liquidity comparable with the US Treasury market and so would be most effective in promoting the international role of the euro.

At the same time, this approach would involve the greatest risk of moral hazard. Member States could effectively free ride on the discipline of other Member States, without any implications for their financing costs. Accordingly, this approach would need to be accompanied by a very robust framework for delivering budgetary discipline, economic competitiveness and reduction of macroeconomic imbalances at the national level. Such a framework would require a significant further step in economic, financial and political integration compared with the present situation. Without this framework, however, it is unlikely that this ambitious approach to Stability Bond issuance would result in an outcome that would be acceptable to Member States and investors. Given the joint-and-several guarantees for the Stability Bond and the robustness required in the underlying framework for budgetary discipline and economic competitiveness, this approach to Stability Bond issuance would almost certainly require Treaty changes.

Under this approach, the perimeter of government debt to be issued via Stability Bonds would need to be defined. In several Member States, bonds are not only issued by central governments but also by regional or municipal governments¹⁷. In principle, one might opt for including sub-national issuance. The obvious advantage would be that the potential benefits in terms of market stability, liquidity and integration would be broadened. It would also be consistent with the EU approach to budgetary surveillance, which covers the entire general government debt and deficits. On the other hand, pooling issuance only of central governments might deliver a more transparent and secure arrangement. Central government data are typically more easily accessed, which is not always the case for local authorities. Moreover, the issuance would cover only deficits fully controlled by central governments. From a purely market point of view, such Stability Bonds would replace only widely known central government bonds, which would facilitate the assessment and valuation of the new Stability Bonds¹⁸.

The process for phasing-in under this approach could be organised in different ways depending on the desired pace of introduction. Under an accelerated phasing-in, new issuances would be entirely in the form of Stability Bonds and outstanding government bonds could be converted into new Stability Bonds, i.e. in form of a switch of a certain amount of national government bonds in exchange for new Stability Bonds. The main advantage of this

¹⁷ This is the case in particular for Germany and to a lesser extent for Spain and France.

¹⁸ This narrow coverage of Stability Bonds would imply that Member States would have to commit not to issue own national, or other sovereign, bonds, including their sub-federal entities if these are included in the system of joint issuance.

option would be the almost immediate creation of a liquid market with a complete benchmark yield curve. The buy-back of legacy bonds could also alleviate the current acute financing problems of the Member States with high debt and high interest rates. However, the operation may be complicated and would require careful calibration of the conversion rate to minimise market disruption. An alternative would be a more gradual scheme, i.e. full, or even only partial, new gross issuance for each Member States in Stability Bonds while outstanding euro-area government bonds would remain in circulation on the secondary market. This would allow the market to gradually become accustomed to the new instrument and develop analytical/pricing tools, thereby posing less risk of market disruption. However, in this variant, building a complete Stability Bond market would take several years (depending on maturities of outstanding bonds), delaying possible benefits. As for the outstanding legacy bonds, this segment would be gradually declining, as being replaced by Stability Bonds and newly issued national bonds. Hence, the overall liquidity of that segment would decline over time and accordingly, the liquidity premium on legacy bonds might gradually rise.

Due to the need for changes to the Treaty the implementation of this approach might take a considerable amount of time.

2.2. Approach No. 2: Partial substitution of national issuance with Stability Bond issuance with joint and several guarantees

Under this approach, Stability Bond issuance would be underpinned by joint and several guarantees, but would replace only a limited portion of national issuance. The portion of issuance not in Stability Bonds would remain under respective national guarantees. This approach to common issuance has become known as the “blue-red approach”¹⁹. Accordingly, the euro area sovereign bond market would consist of two distinct parts:

- *Stability Bonds* (or “blue bonds”): The issuance of Stability Bonds would occur only up to certain predefined limits and thereby not necessarily covering the full refinancing needs of all Member States. These bonds would benefit from a joint-and-several guarantee and would imply a uniform refinancing rate for all Member States²⁰.
- *National government bonds* (“red bonds”). The remainder of the issuance required to finance Member State budgets would be issued at the national level under national guarantees. In consequence, national bonds would, at least de facto, be junior to Stability Bonds because of the latter's coverage by joint-and-several guarantees²¹. The scale of national issuance by each Member State would depend on the agreed scale of common issuance of Stability Bonds and its overall refinancing needs. Depending on the size of these residual national bond markets and issuances and the country's credit quality, these national bonds would have country-specific liquidity and credit features and accordingly different market yields, also since most sovereign credit risk would be concentrated in the

¹⁹ See Delpla, J. and von Weizsäcker, J. (2010). They proposed a debt ceiling of 60% of GDP, motivated by the Maastricht criteria.

²⁰ As in Approach No. 1, Stability Bond issuance could be conducted on a decentralised basis, but would probably be more efficiently managed by a central debt management agency.

²¹ Such a subordinate status of national bonds could only apply to newly issued national bonds, i.e. national bonds issued after the introduction of Stability Bonds. Conversely, outstanding “old” or “legacy” national bonds would have to enjoy the same status as Stability Bonds, because a change of their status would, technically, amount to a default.

national bonds, amplifying the credit risk²². The intensified market pressures on national issuance would provide market discipline.

A key issue in this approach would be the specific criteria for determining the relative proportions of Stability Bond and national issuance. The main options would be:

- *A simple rule-based system:* For example, each Member State could be entitled to an amount of Stability Bonds equal to a specified percentage of its GDP, perhaps reflecting the Treaty criterion of 60%. An important dimension to consider is how much risk would be concentrated on the national (and junior) part, this being dependent on the size of the common issuance (the higher the share of Stability Bond issuance, the more risk is concentrated on the residual national issuance). To avoid excessive credit risk in national issuance, while still delivering liquidity benefits through common issuance, it might be appropriate to set the ceiling at a more prudent level.
- *A more flexible system linked to policy compliance:* The maximum amount of a Member State's Stability Bond issuance could be fixed as above, but the ceiling at any point in time would be linked to the Member State's compliance with rules and recommendations under the euro-area governance framework. Non-compliance could be sanctioned by a (possibly automatic) lowering of the respective Stability Bond debt ceiling for the Member State concerned (see also Section 3). This system would also serve as a quasi-automatic stabilizer of the credit quality of the Stability Bonds, as the respective share of fiscally underperforming Member States would be reduced.

The credibility of the ceiling for the Stability Bond issuance would be a key consideration. Once the blue bond allocation is exhausted, the financing costs for the Member State could increase substantially. This could result in political pressures to increase the ceiling. Unless there are strong safeguards against such pressures, anticipation of a "soft" ceiling could largely eliminate the disciplining effects of the blue-red approach. Therefore, irrespective of the criteria established for determining the ceiling for Stability Bond issuance, it would be essential that that this ceiling should be maintained and not adjusted on an arbitrary basis, e.g. in response to political pressure.

This approach to Stability Bond issuance is less ambitious than the full-issuance approach above and so delivers less in terms of economic and financial benefits. Due to their seniority over the national bonds and guarantee structure, the Stability Bonds would pose a very low credit risk, the latter reflected in high credit ratings (i.e. AAA). The yield on the Stability Bonds would therefore, be comparable with yields on existing AAA government bond in the euro area. In consequence, there would be corresponding benefits in terms of euro-area financial stability, monetary policy transmission and the international role of the euro, although these would be less than under the more ambitious approach of full substitution of Stability Bond issuance for national issuance. As the build-up phase in Stability Bond issuance toward the agreed ceiling would most likely take several years, all Member States could, during the start-up phase, have very broad access to financial markets via Stability Bonds. This would overcome possible liquidity constraints faced by some Member States but for that period give rise to the same moral hazard implications as discussed in Section 2.1 under full issuance. Given that a return to national issuance for these latter Member States would be required when the Stability Bond ceiling would be reached, they would need to provide reassurance that during this time they would undertake the budgetary adjustments and structural reforms necessary to reassure investors and so maintain access to markets after the

²² Delpla and von Weizsäcker argue that, due to the high default risk, red debt should largely be kept out of the banking system, by becoming no longer eligible for ECB refinancing operations and subject to painful capital requirements in the banking system.

introductory period. The yields on the newly issued national bonds would, however, rise due to their junior status. Ultimately, assuming a reasonably high proportion of Stability Bond issuance has been reached, the market would be expected to be liquid, but less liquid than if all issuances were in Stability Bonds as the residual national bonds would also hold a certain market share.

On the other hand, the preconditions for Stability Bond issuance would be somewhat less binding under this approach. Establishing a ceiling for Stability Bond issuance would help to reduce moral hazard by maintaining a degree of market discipline through the residual national issuance. However, the relationship between moral hazard, market discipline, and contagion risk in determining the appropriate Stability Bond ceiling is not straightforward. A relatively low Stability Bond ceiling (implying a large amount of residual national issuance) would limit moral hazard but could leave Member States with existing high debt levels vulnerable to the risk of catastrophic default on their national issuance. Such a catastrophic default would carry contagion risk for the euro area as a whole. A relatively high Stability Bond ceiling (implying a small amount of residual national issuance) would imply a greater risk of moral hazard but would still allow the possibility of default in a Member State with less catastrophic effects and less contagion risk for euro area as a whole. A robust framework for maintaining fiscal discipline and economic competitiveness at national level would still be required to underpin the Stability Bond issuance, although the market discipline provided via the retention of national issuance might imply a less dramatic transfer of sovereignty than under the approach of full Stability Bond issuance. Meanwhile, the choice of ceiling would also determine the likely credit quality of the Stability Bond. A relatively low ceiling would underpin the credit quality of Stability Bonds by limiting the amount of debt covered by the stronger joint and several guarantees²³. The joint-and-several guarantee for the Stability Bond would almost certainly require Treaty changes.

The process for phasing-in under this approach could again be organised in different ways depending on the desired pace of introduction. Under an accelerated phasing-in, a certain share of outstanding euro-area government bonds would be replaced by Stability Bonds at a pre-specified date using pre-specified factors. This would rapidly establish a critical mass of outstanding Stability Bonds and a sufficiently liquid market with a complete benchmark yield curve. However, it could imply that most Member States reach the ceilings at the moment of the switch and that they would have to continue tapping capital markets with national bonds. Under current market conditions, this might constitute a drawback for some Member States. Under a more gradual phasing-in, all (or almost all) new gross issuance for Member States would be in Stability Bonds until the Stability Bond issuance target ceiling is reached. Since for several years only (or nearly only) Stability Bonds would be issued, this approach would help to ease market pressure and give vulnerable Member States time for the reforms to take effect. However, specific challenges emerge for the transition period, as highly indebted countries typically have larger and more frequent rollovers. Unless other arrangements are agreed, their debt replacement with Stability Bonds up to the ceiling will be more rapid than the average, while for countries with debt below the ceiling, it would take longer. In consequence, the individual risk, which a possible "joint-and-several" guarantee is covering, would be skewed to the higher side in the transition phase, while on the other side

²³ The proposal by Bruegel sets the ceiling at 60% of GDP, using the Maastricht criterion as reference but other proposals with even lower ceilings have been made. Indeed, it has been argued that a sufficiently low ceiling virtually guarantees zero default risk on Eurobonds. A standard assumption in the pricing of default risks is that in the case of default 40% of the debt can be recovered. Applying this consideration to sovereign debt, a ceiling below the recovery value would imply that the debt issued under the common scheme will be served under any condition.

the liquidity effect, which should compensate the AAA countries, would still be small. This specificity may need to be reflected in the governance arrangements. For example, an alternative could be to set annual predefined ceilings, rising slowly from zero to the desired long-term value.

Due to the need for changes to the Treaty, the implementation of this approach might also take, as for Approach No 1, some considerable time, although the lesser degree of necessary changes to economic and fiscal governance, due to the partial reliance of markets for signalling and disciplining, might make the implementation process less complex and time-consuming.

Box 3: Debt redemption pact and safe bonds

As a specific example of the partial issuance approach, the German Council of Economic Experts (GCEE) presented in their Annual Report 2011/12²⁴ a proposal for safe bonds that is a part of a euro-area wide debt reduction strategy aimed at bringing the level of government indebtedness back below the 60% ceiling as put in the Maastricht Treaty.

One of the pillars of the strategy is a so-called debt redemption fund. The redemption fund would pool government debt exceeding 60% of individual countries' GDP of euro area Member States. It would be based on joint liability. Each participating country would, under a defined a consolidation path, be obliged to autonomously redeem the transferred debt over a period of 20 to 25 years. The joint liability during the repayment phase means that safe bonds would thereby be created. In practice, the redemption fund would issue safe bonds and the proceeds would be used by participating countries to cover their pre-agreed current financing needs for the redemption of outstanding bonds and new borrowing. Therefore, the debt transfer would occur gradually over around five years. Member States with debt above 60% of GDP would therefore not have to seek financing on the market during the roll-in phase as long as the pre-agreed debt reduction path was adhered to. After the roll-in phase, the outstanding debt levels in the euro area would comprise: (i) national debt up to 60% of a country's GDP, and (ii) debt transferred to the redemption fund amounting to the remainder of the debt at the time of transfer. Open questions remain, for example on the fund's risk, and the impact on the de facto seniority from collateralisation of the fund's bonds.

The GCEE debt redemption pact combines (temporary) common issuance and strict rules on fiscal adjustment. They do not constitute a proposal for Stability Bonds in the meaning of this Green Paper, in the sense that common issuance would be temporary and used only for Member States with public debt ratios above 60% of GDP. Instead, the GCEE proposes to introduce a temporary financing tool that would give all euro-area Member States time, and financial breathing space, to bring their debt below 60% of GDP. Once this goal is reached the fund and safe bonds will be automatically liquidated. Therefore, safe bonds are a crisis tool rather than a way of permanent integration of the euro-area government bond markets. Even though temporary, the debt redemption pact could contribute to the resolution of the current debt overhang problem.

²⁴ Published on 9 Nov. 2011, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, paragraphs 9-13 and 184-197.

2.3. Approach No. 3: Partial substitution of national issuance with Stability Bond issuance with several but not joint guarantees

Under this approach, Stability Bonds would again substitute only partially for national issuance and would be underpinned by pro-rata guarantees of euro-area Member States²⁵. This approach differs from Approach No. 2 insofar as Member States would retain liability for their respective share of Stability Bond issuance as well as for their national issuance. However, issues relating to the split between Stability Bond and national issuance, including the choice of ceiling for Stability Bond issuance, would be largely the same.

This approach to the Stability Bond would deliver fewer of the benefits of common issuance but would also require fewer preconditions to be met. Due to the several, but not joint, guarantee, moral hazard would be mitigated. Member States could not issue benefiting from a possibly higher credit quality of other Member States. In addition, the continued issuance of national bonds would expose Member States to market scrutiny and market judgement that would be an additional, possibly and at times, strong deterrent to irresponsible fiscal behaviour. While this approach would be of more limited use in fostering financial market efficiency and stability, it would be more easily and more rapidly deployable. Given the several but not joint guarantees, Member States subject to high market risk premia would benefit considerably less from the creditworthiness of low-yield Member States than in Approach No. 2 and particularly than in Approach No. 1. In that sense, the possible contribution of Approach No. 3 to mitigating a sovereign debt crisis in the euro area and its possible implications on the financial sector would be much more limited. However, given the possibly much faster implementation time of this approach, it could, unlike the other two approaches possibly help addressing the current sovereign debt crisis.

The key issue with this approach would be the nature of the guarantee underpinning the Stability Bond. In the absence of any credit enhancement, the credit quality of a Stability Bond underpinned by several but not joint guarantees would at best be the (weighted) average of the credit qualities of the euro-area Member States. It could even be determined by the credit quality of the lowest-rated Member State, unless they enjoy credible seniority over national issuance in the case of all Member States (see below). This could reduce the acceptance of the instrument among investors and among the higher-rated Member States and undermine the benefits of Stability Bonds, notably their resilience in times of financial stress.

In order to increase acceptance of the Stability Bond under this approach, the quality of the underlying guarantees could be enhanced. Member States could provide seniority to the debt servicing of Stability Bonds. Furthermore, Member States could provide collateral, such as cash, gold reserves which are largely in excess of needs in most EU countries, as well as earmarking specific tax receipts to servicing of Stability Bonds. More than for approach no. 2, where the common part is backed by joint and several guarantees, the feasibility of this option relies on the seniority status of the common issuer and on a prudent limit for the common issuance. This points to the need for careful analysis of the implications of this option for current bonds in circulation, where some negative pledge clauses may exist, and the identification of appropriate solutions.

While under normal conditions, the total cost of debt for a country should remain constant or fall, the marginal cost of the debt would rise. This should help in containing moral hazard and prompting budgetary discipline, even in the absence of any particular form of enhanced governance or fiscal surveillance. The Stability Bond would thereby provide a

²⁵ Such an approach was considered in the Giovannini Group report (2000) – though through decentralised issuance and was more recently proposed by De Grauwe and Moesen (2009), Monti (2010) and Juncker and Tremonti (2010).

link and reinforce the effectiveness of the newly established governance package, if the amounts to be funded through common issuance are determined in close connection with fiscal targets established in the Stability programmes and create strong incentives to rapidly reduce overall debt levels²⁶. It would also eliminate the need for a Treaty change in this regard. However, maintaining the credit quality of the Stability Bond would most likely require secondary legislation to establish the seniority status of the Stability Bond.

The alternatives in the treatment of legacy bonds, as well as their respective advantages and disadvantages, would be similar to the ones described under Approach No. 2.

This option could be implemented relatively quickly. This option could be pursued without requiring changes to the EU Treaty, while secondary legislation may be helpful to strengthen the seniority principle. Furthermore, substitution of national by Stability Bonds would only be partial.

2.3.1. Combining the approaches

As the scope, ambition and required implementation time vary across the three approaches, they could also be combined. Approach No. 1 can be considered the most ambitious approach, which would deliver the highest results in market integration and strengthening stability but it might require considerable time for implementation. Conversely, Approach No. 3, with its different scope and guarantee structure, seems to be more easily ready for a more rapid deployment. Hence, there is a certain trade-off between ambition of the features and scope of the Stability Bond and the possible speed of implementation. To overcome this trade-off, the various options could be combined as sequential steps in a process of gradual implementation: a relatively early introduction based on a partial approach and a several guarantee structure, combined with a roadmap towards further development of this instrument and the related stronger governance. Such an upfront political roadmap could help ensuring the market acceptance of Stability Bonds from the outset.

2.3.2. Impact on non-euro area Member States of the EU and third countries

Participation in the Stability Bond framework is usually conceived for the Member States of the euro area²⁷. This is due to the normal desire of Member States to issue debt and maintain markets in their own currency and of the fact that E-bonds might be part of a framework of a higher degree of economic and political integration. However, these Member States would nevertheless be affected by the introduction of Stability Bonds, accompanied by a reinforced framework of economic governance. Financial stability across the euro area fostered by Stability Bonds would also directly and substantially stabilise financial markets and institutions in these countries. The same would apply for any third country, to the extent of its economic and financial linkages with the euro area. On the other hand, the creation, by Stability Bonds, of a very large and sound market for safe assets might add to competition between financial markets for investors' interest.

²⁶ Similarly, but presumably needing a Treaty change, Bini-Smaghi proposed a Eurobond with pro-rate guarantees but with the right to issue debt transferred from Member States to a supra-national agency. The debt could be issued up to levels agreed by the Council in the context of the yearly approval of the stability programmes, which would make impossible issuing debt to cover expenditure over the debt limit set every year. This way a "debt brake" would be created, which would force a country to make an early decision when its public debt gets too close to the agreed limit.

²⁷ Even if in particular under approach no. 3 participation by Member States outside the euro area seems conceivable.

Table 1: Overview over the three main options

	(Option 1)	(Option 2)	(Option 3)
Main features			
– Degree of substitution of national issuance by Stability Bonds	Full	Partial	Partial
– Guarantee structure	Joint and several	Joint and several	Several (not joint) with enhancements
Main effects			
– on average funding costs	1/ Medium positive effect	1/ Medium positive effect, from medium liquidity and limited moral hazard	1/ Medium positive effect, lower liquidity effect and sounder policies prompted by enhanced market discipline
1/ for Stability Bond as a whole	from very large liquidity	2/ Smaller shift of benefits from higher to lower rated countries. Some market pressure on MS with high level of debt and subprime credit ratings	2/ no impact across country. Stronger market pressure on MS with high level of debt and subprime credit ratings
2/ across countries	compensated by strong moral hazard.		
– on possible moral hazard (without reinforced governance)	High	Medium, but strong market incentives for fiscal discipline	Low, strong market incentives for fiscal discipline
– on financial integration in Europe	High	Medium	Medium
– on global attractiveness of EU financial markets	High	Medium	Medium
– on financial market stability	High	High, but some challenges in case of unsustainable levels of national issuance	Low, but it may help to deal with the current crisis thanks to its rapid implementation.
Legal considerations	Probably Treaty change	Probably Treaty change	No Treaty changes required. Secondary legislation may be helpful.
Necessary minimum implementation time	Long	Medium to long	Short

3. FISCAL FRAMEWORK FOR STABILITY BONDS

3.1. Background

The fiscal surveillance framework has already been strengthened with the recent reform of the SGP including new enforcement mechanisms. Moreover, it should be further reinforced in the near term, especially for euro-area Member States under EDP and/or requesting or receiving financial assistance, in line with the recent conclusions of the euro-area Heads of States and Governments and the Commission proposal for two new Regulations based on Article 136:

- the proposal for a Regulation on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit in the euro area Member States pursues the triple aim of (a) complementing the European semester with a common budgetary timeline aiming at better synchronizing the key steps in the preparation of national budgets; (b) complementing the multilateral surveillance system of budgetary policies (the preventive arm of the SGP) with additional monitoring requirements in order to ensure that EU policy recommendations in the budgetary area are appropriately integrated in the national budgetary preparations and (c) complementing the procedure for correction of a Member State's excessive deficit (the corrective arm of the SGP) by a closer monitoring of budgetary policies of Member States in excessive deficit procedure in order to secure a timely durable correction of excessive deficits;
- the proposal for a Regulation on enhanced surveillance ensures that a euro area Member State should be subject to enhanced surveillance when it is experiencing - or at risk of experiencing - severe financial disturbance, with a view to ensuring its swift return to a normal situation and to protecting the other euro area Member States against possible negative spill over effects.

These two new Regulations together with the profound changes stemming from the reform of the SGP constitute a solid foundation for enhanced coordination of budgetary policy of the euro area Member States.

Still, Stability Bonds create risks of moral hazard and require a further strengthening of the framework, depending on the chosen option. Three dimensions of such a strengthened framework may be identified:

- Increased surveillance and intrusiveness in the design and implementation of national fiscal policies would be warranted beyond the recent proposals. Further, the servicing of Stability Bonds would be fully assured.
- At the same time, the very existence of Stability Bonds could fundamentally alter budgetary processes, notably *via* the allocation mechanisms, and offer a tool to effectively enforce a rule-based framework for fiscal policies.
- Fiscal conditions could be demanded for entering the system of Stability Bonds, with the effect of reinforcing the credibility of both current adjustment plans and at cruising speed.

3.2. Increased surveillance and intrusiveness in national fiscal policies

The recent and forthcoming reforms of surveillance create a sound basis to limit these risks, but more would be needed. Such strengthening of the framework could apply to EU surveillance and to national budgetary frameworks.

In line with currently discussed changes, this would entail more thorough examination of draft budgets, not only for fiscally distressed countries but for all participating

Member States. EU approval of budgets could be needed for participating Member States under certain circumstances such as high indebtedness or deficit levels. Moreover, a much stronger monitoring framework of budgetary execution would be required. This could include including regular reporting at common budgetary 'rendezvous', the development of alert mechanisms based on fiscal scoreboards, and the actual possibility of correcting slippages during execution – for instance by explicitly planning *ex ante* budgetary reserves and conditioning the entry into force of costly new measures on on-track execution.

National fiscal frameworks will be strengthened in the relatively near term by the implantation of the Directive on fiscal frameworks (which could in fact be accelerated).

Furthermore, there are ongoing discussions to go further, *inter alia* by the introduction of rules translating the SGP framework in national legislation, preferably at constitutional level, and with adequate enforcement mechanisms. Other possible key reinforcements of national frameworks include the adoption of binding medium-term frameworks, independent bodies assessing the underlying assumptions of national budgets and effective coordinating mechanisms between levels of public administration. As regards the latter point, the pooling of debt at European level may give additional reason to bring closer the debt management of sub-sectors of public administration.

National frameworks also have an important role to play in supporting surveillance at EU level. For example, common timelines in the preparation of budgets would facilitate EU surveillance (and may in fact be necessary to devise the allocation for Stability Bonds in practice). Similarly, a proper monitoring of budget execution at EU level hinges on sound national arrangements to that aim, which could call for the adoption of common standards of control and disclosure.

A system would have to be put in place that credibly ensures the full debt service of each Member State benefiting from the issuance of Stability Bonds. This entails that the servicing of Stability Bonds, or more specifically the payment of interest on common issuance, should not come under any circumstances into question. One option to this end would be to grant extensive intrusive power at EU level in cases of severe financial distress, including the possibility to put the failing MS under some form of 'administration'. Another option, as already mentioned in the previous section, that would perhaps less infringe on national sovereignty would be to introduce a clause for participating countries on seniority of debt service in the Stability Bonds system over any other spending in the national budgets. Such rules would need to have stringent legal force, presumably at constitutional level. In addition and in accordance to that, obligations towards the Stability Bonds system would have to be senior to (remaining) new national emissions if any.

3.3. Stability Bonds as a component of an improved fiscal framework

While Stability Bonds create risks of moral hazard, they are also likely to change at the root the conditions in which budgetary policies are formulated and implemented. This is notably because European guidance on national budget policies would be translated into tangible figures by the very process of setting borrowing allocations to participating Member States. Indeed, the functioning of Stability Bonds would under all discussed options require devising *ex ante* ceilings for national borrowing that would then frame or at least affect national budgets, especially in case of wide-reaching options (i.e. Approach No 1 above) where Stability Bonds would be expected to cover all or the bulk of new financing needs of participating countries. In this perspective, Stability Bonds may be regarded not only as a potential source of moral hazard, but also as a driver of better coordination of budgetary policies through the effective enforcement of a rule-based framework.

If Stability Bonds would provide all or the bulk of government finance (i.e. Approach No. 1) clear principles would have to guide the framework for allocations under the Stability Bond scheme:

- (1) *The maximum allocations would have to be based on sufficiently sound fiscal rules, with the framework under the SGP offering a natural basis. The rules would thereby provide strong incentives for responsible fiscal behaviour.*
- (2) *These guidelines would have to address the degree of flexibility to deal with unexpected developments and to minimise the risk of pro-cyclical policies. A key question would be whether fiscal flexibility to respond to shocks, either country-specific or at the level of the euro area, would be provided by additional issuance of Stability Bonds or would have to rely on national issuance (provided they remain possible). The more flexibility is allowed within the system, the higher the need for constraining mechanisms (such as control accounts) to ensure that flexibility is kept within agreed limits and avoid 'debt creeping'.*
- (3) *The rules should likely also incorporate some form of 'graduated response' to unsound fiscal developments. This graduation could take the form of reinforced surveillance, intrusiveness into national fiscal policies, as envisaged above.*

In addition, financial incentives for sound fiscal policies could be built into the system. While yields of Stability Bonds would be market-based, funding costs might be differentiated across Member States depending on their fiscal positions or fiscal policies, or their market creditworthiness, as reflected by the risk-premium of national issuances over common issuances. This would provide an incentive for sound fiscal policies within the system and would mimic market discipline though in a smoother, more consistent fashion than markets. Such an incentive, which would automatically exist under the 'several guarantee' option, could be further enhanced with 'punitive' rates in case of slippages from plans.

3.4. Fiscal conditions for entering the system

In order to implement the vision of Stability Bonds as "stability bonds" one might also set macro-economic and fiscal conditions for Member States in order to enter and remain in the system. For example, Member States might be denied access to Stability Bonds if they have not respected their commitments under the SGP or under a reinforced fiscal framework. Alternatively, Member States in breach of their fiscal targets might have to provide (additional) collateral for new Stability Bond issuance or might be subject to an interest surcharge. Access could also be limited as a function of the degree of non-compliance, i.e. a deviation of the general government budget by each percentage point of GDP might reduce the right to issue Stability Bonds by a certain amount of percentage points of GDP.

A number of benefits could be expected from this approach:

- First, to the extent that they wish to be included in the Stability Bonds system, Member States would have additional incentives to fully implement the consolidation and reform efforts they have already engaged into, in a fashion not unlike the convergence efforts undertaken in order to adopt the euro.
- Second, financial markets and societies at large would consider consolidation plans as more credible given the prospect for Stability Bonds. Thereby, the prospect of joining Stability Bonds could raise confidence already in the relatively near term. Such renewed confidence could in fact facilitate fiscal adjustments in some countries.

- Finally, strong fiscal conditions for entry and continued participation would be instrumental in lowering debt ratios and borrowing needs before the respective countries participate in the Stability Bonds. In this manner, risk premia and yields of Stability Bonds could be lowered.

Such an approach would imply that Member States would need to maintain residual financing possibilities, in case they do not meet these conditions. Hence, the Stability Bond would not necessarily replace the entire bond issuance of euro area Member States. One would also have to designate an institution or body responsible to monitor the compliance with these entry criteria (for example, but not necessarily, the DMO).

4. IMPLEMENTATION ISSUES

4.1.1. Organisational set-up

A number of technical issues would need to be decided with respect to the organisation of Stability Bond issuance. Most importantly, the institutional structure of funding operations would need to be determined, i.e. whether a centralised debt management office (DMO) would be established or whether the essential functions could be carried out in a decentralised way by national Treasuries and DMOs. As regards the decentralised approach, issuance would need to be conducted under uniform terms and procedures and would require a high degree of co-ordination. Whereas the centralised approach would avoid the coordination of bond issuances, it would still require the transmission of detailed and reliable information on Member States financing needs so that the issuances could be planned. With respect to the design of a central issuance agent, several options are conceivable, including: (a) the European Commission could serve as DMO, which would allow speedy introduction of the Stability Bond and allow the instrument to be used to manage the current crisis; or (b) the EFSF/ESM could be transformed into a full scale DMO; or (c) a new EU DMO could be created²⁸, which would require some time to become operational. The exact administrative cost of the introduction of Stability Bonds cannot be calculated without all other details being defined in advance. Their magnitude would also have an impact on the Member States budgets.

An important technical issue would be how a centralised DMO would on-lend the funds raised to the Member States. In principle, there would be two options, which could also be combined: (a) on-lending in the form of direct loans, where the Member State would receive its funding through a loan agreement; and (b) the direct purchase of all, or the agreed amount of, government bonds from the Member States by the DMO in the primary market. The second option would allow the DMO to also buy outstanding government debt in the secondary market, if needed.

The repayment of bonds would also need to be organised. The most straightforward way of doing this would be through transfers by the national authorities to the issuing agent that would organise the repayment to the bondholders. In order to ensure that market participants could trust that the servicing of debt would always be guaranteed and delays of payments would not occur, the DMO would need to be endowed with a stable and predictable revenue stream. While Member States would need to guarantee the liabilities of this body, it would need to be verified whether this would be sufficient or whether additional collateral, cash buffers might be required. Present national debt management offices are part of the national fiscal institutions, being backed by the governments' authority to raise taxes. For a debt

²⁸ In transition there could be a COM agency with COM staff and temporary national DMO staff that could be later transformed in a DMO if necessary.

management office at supranational level, there would not be such a direct link to tax revenues, which might reduce the market's acceptance of the debt instruments to be issued.

Even with Stability Bonds, there would be a need for Member States' liquidity management. It might in practice be nearly impossible to design bond issuance in such a way that it would provide a perfect match of Member States' payment streams. Therefore, there would, be a need to supplement Stability Bond issuance with day-to-day liquidity management, which could be left to the national authorities. One option would be that the Stability Bond issuance would focus on medium-term funding needs and that the national authorities would manage their payment profiles through short-term deposits and loans or bills. Irrespective of the organisational set-up, procedures would need to be developed to coordinate the funding plans of individual Member States, with a view to develop benchmark issues and to build a complete benchmark yield curve.

4.1.2. Relationship with the ESM

The setting up of an agent for joint issuance of Stability Bonds for euro area Member States might warrant a clarification of the division of tasks with the European Stability Mechanism. In principle, two main views can be adopted: The ESM might be considered materially redundant, as joint issuance, coupled with reinforced fiscal surveillance rules, could assume the role of organising ordinary finance for Member States' governments as well as exceptional additional finance in case of serious difficulties of a Member State. However, mixing the roles of debt management and emergency financing might be suboptimal and lead to a confusion of roles, a weakening of incentives and governance and an overly complex single funding institution. For this reason, the ESM could remain as a separate issuer of debt for the purpose of organising and meeting exceptional financing needs.

The choice of interaction with the ESM would also depend on the respective option for Stability Bonds. The ESM could be considered fairly redundant in case of Approach No. 1 for Stability Bonds. Under this approach, that foresees nearly full coverage of financing needs by Member States, also exceptional additional financing needs could be provided. The situation seems much less clear in the case of Approaches Nos. 2 and 3, under which Member States would continue to issue national bonds in parallel to joint issuance of Stability Bonds. One might even contemplate to use the ESM framework for first steps towards Stability Bonds. As the ESM will be based on several guarantees by Member States, the gradual introduction of Stability Bonds based on several (but not joint) guarantee, i.e. based on Approach No. 3, could be encompassed by ESM financing and issuance that would go beyond the current role of providing exceptional financial assistance. In principle, joint and several guarantees could be applied to the ESM at a later stage.

4.1.3. Legal regime governing issuance

Consideration must also be given to the appropriate legal regime under which Stability Bonds would be issued. Currently, government bonds are issued under domestic law. For international bond issuances, English law or, if the US market is targeted, New York law is often used. An equivalent EU law, under which Stability Bonds could be issued, does not exist. Although it is common practice to rely on foreign law for international bond issuances, there may be a problem if all government debt was covered by UK or US law, because the Anglo-Saxon case-law approach is different from the legal system in many Member States. The relevant court would also need to be agreed upon.

4.1.4. Documentation and market conventions

A decision on funding options, security characteristics and market conventions would be needed. For an established issuer, auctions would be the preferred option for issuance.

Syndication has the advantage that the financial industry is involved in marketing the instruments and the pricing of a security is more predictable. In addition, typically larger amounts may be placed via syndication as it reaches also retail-investors. In addition, various security characteristics and market conventions would need to be determined. The most important ones of these are addressed in Annex 4.

4.1.5. *Accounting issues*

An additional issue in need of further clarification is the treatment of Stability Bonds under national accounting rules. In particular, the question of how the national debt-to-GDP ratios would be affected by Stability Bonds under the different guarantee structures needs to be explored. An important issue of consideration will be the nature of any new issuing entity.

5. CONCLUSIONS AND WAY FORWARD

The common issuance of Stability Bonds by euro area Member States has significant potential benefits. These include the deepening of the internal market and rendering capital markets more efficient, increasing the stability and shock resilience of the financial sector and of government financing, raising the attractiveness of euro area financial markets and the euro at global level, and reducing the impact of excessive market pessimism on sovereign borrowing costs.

However, the introduction of Stability Bonds is also associated with significant challenges. These must be convincingly addressed if the benefits are to be fully realised and potential detrimental effects avoided. In particular, a sufficiently robust framework for budgetary discipline and economic competitiveness at the national level and a more intrusive control of national budgetary policies by the EU would be required, in particular for options with joint and several guarantees to limit moral hazard among euro-area Member States, underpin the credit quality of the Stability Bond and assure legal certainty.

The many options for common issuance of Stability Bonds can be categorised in three broad approaches. These approaches imply the full substitution of Stability Bond issuance for national issuance under a joint and several guarantees, a partial substitution of Stability Bond issuance for national issuance under similar guarantees and a partial substitution of Stability Bond issuance for national issuance under several guarantees. These options present different trade-offs between the expected benefits and pre-conditions to be met.

In particular due to different degrees of required changes to the EU Treaty (TFEU), the various options would require different degrees of implementation time. The most far-reaching Approach No 1 would seem to require the most far-reaching Treaty changes and administrative preparations both because of the introduction of the common bonds as such and the parallel strengthening of economic governance. Approach No 2 would also require considerable lead-time. In contrast, Approach No 3 would seem feasible without major Treaty changes and therefore less delay in implementation.

The suggestions and findings in this paper are still of exploratory nature and the list of issues to be considered is not necessarily exhaustive. Furthermore, many of the potential benefits and challenges are presented only in qualitative terms. A detailed quantification of these various aspects would be intrinsically difficult and/or will require more analysis and input from various sides. Also, in many instances, the problems to be resolved or decisions to be taken are identified but not resolved.

In order to advance on this issue, more analytical work and consultation are indispensable. Several of the key concepts, possible objectives and benefits, requirements

and implementation challenges merit a more detailed consideration and analysis. The views of key stakeholders in this respect are essential. In particular, Member States, financial market operators, financial market industry associations, academics, within the EU and beyond, and the wider public should be adequately consulted. The results of this consultation should be reflected in the further follow-up of the potential launching of Stability Bonds.

Accordingly, the Commission has decided to launch a broad consultation²⁹ on this Green Paper, which will close on [8 January 2012]³⁰. The Commission will seek the views of all relevant stakeholders as mentioned above and seek the advice of the other institutions. On the basis of this feedback, the Commission will indicate its views on the appropriate way forward by [mid February 2012].

²⁹ Feedback can be provided via all normal means, including to a dedicated mailbox: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu; (webpage: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

³⁰ For the sake of a timely follow up, the deviation from the normal consultation period of eight weeks seems justified by the fact that the concept of Stability Bonds/Eurobonds has already been widely discussed for a considerable amount of time.

Annex 1: Basic figures on government bond markets

Member State	General government debt			Central government debt	Govern-ment bond yields	CDS spreads	Credit rating
	EUR billion, end 2010	% of GDP, end 2010	% of euro area, end 2010	% of GDP, end 2010	% p.a., 10 years, 8/11/2011	Basis points p.a.; 5-year contracts, 8/11/2011	Standard & Poor's, 8/11/2011
Belgium	340.7	96.2	4.4	87.7	4.3	292.9	AA+
Germany	2061.8	83.2	26.4	53.2	1.8	89.3	AAA
Estonia	1.0	6.7	0.0	3.3	n.a.	n.a.	AA-
Greece	329.4	144.9	4.2	155.6	27.8	n.a.	CC
Spain	641.8	61	8.2	52.3	5.6	400.1	AA-
France	1591.2	82.3	20.3	67.8	3.1	183.8	AAA
Ireland	148.0	94.9	1.9	94.3	8.0	729.7	BBB+
Italy	1842.8	118.4	23.6	111.7	6.8	520.7	A
Cyprus	10.7	61.5	0.1	102.6	10.1	n.a.	BBB-
Luxembourg	7.7	19.1	0.1	17.4	n.a.	n.a.	AAA
Malta	4.3	69	0.1	68.9	n.a.	n.a.	A
Netherlands	369.9	62.9	4.7	57.3	2.2	99.6	AAA
Austria	205.6	71.8	2.6	66.2	3.0	159.9	AAA
Portugal	161.3	93.3	2.1	91.2	11.6	1050.9	BBB-
Slovenia	13.7	38.8	0.2	37.3	6.0	304.25	AA-
Slovakia	27.0	41	0.3	40.1	4.0	221.2	A+
Finland	87.0	48.3	1.1	43.9	2.3	60.63	AAA
Euro area	7822.4	85.4	100	71.6	n.a.	n.a.	n.a.
<i>p.i.: USA</i>	<i>10258</i>	<i>94.4</i>			<i>2.08</i>	<i>47.5</i>	<i>AA+</i>

Source: Eurostat, IMF, S&P, Bloomberg

Annex 2: Concise review of the literature on Stability Bonds

Academics, financial analysts and policy-makers have published many papers on the idea of Eurobonds (Stability Bonds). This annex summarises those contributions published so far, by grouping them according to basic features of the proposals.

- *Credit quality and guarantee structure*: Most of the authors emphasise the importance of the safe haven status that Eurobonds should have and which would be reflected by the rating. The highest credit quality would be secured mainly through guarantee structure and/or seniority status. Two basic guarantee types to be embedded in Eurobonds emerge from the literature: (i) joint and several (Jones, Delpla and von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero and Missale, J.P. Morgan) in which each country each year guarantees the entire Eurobond issuance and (ii) pro-rata (Juncker and Tremonti, De Grauwe and Moesen, BBVA) in which a country guarantees only a fixed share of the issuance. Favero and Missale emphasise that a Eurobond backed by joint and several guarantees could reduce exposure to crisis transmission and contagion. On the other hand, authors supporting the pro-rata guarantee argue that it reduces moral hazard. Capaldi combines a pro-rata guarantee with credit enhancements (cash buffer, over-guarantee, capital, etc) to ensure the highest credit rating. Delpla and Weizsäcker, Barclays Capital, Dübél propose to ensure the credit quality of Eurobonds by making them superior to national bonds, arguing that even in the extreme case of a sovereign default the recovery value would be high enough to fully serve the senior bonds. Dübél presents a slightly different approach of partial insurance of sovereign (senior) bonds by the ESM.
- *Moral hazard*: Moral hazard due to weaker incentives for fiscal discipline is the main argument used against Stability Bonds and the most widely discussed issue in all the proposals (in particular by Issing). Some authors propose limits on the volume of Eurobonds issued on behalf of Member States, often following the debt ceiling of 60% as defined in the SGP. Any additional borrowing needs should be financed by national bonds. This idea is explored in the Blue bond concept by Delpla and von Weizsäcker, which suggests a split of the issuance between Blue bonds, i.e. extremely liquid and safe (guaranteed jointly and severally by participating countries) bonds with senior status, and Red bonds - purely national with junior status. The pricing of red bonds would create incentives for governments to keep the budget under control. In a similar vein, Jones and Barclays Capital's propose limits both on debt and on deficits that would allow for a gradual decline of debt-to-GDP ratios. In addition to limiting the issuance of Eurobonds, Favero and Missale propose to address moral hazard through a compensation scheme based on the indexation of the interests paid by each Member State (as a function of its credit risk premium or fiscal parameters). Boonstra, De Grauwe and Moesen, BBVA and Natixis propose various types of a bonus/penalty system depending e.g. on the capacity of different Member States to reduce their general government deficit and debt.
- All authors agree that enhancement of fiscal discipline should be the cornerstone of any Eurobond project, independent on the scope or guarantee structure. Apart from the 'red'/national issuance, Favero and Missale suggest restricting the participation to the Member States with the highest credit rating or to issue only a short-maturity low-risk type of instrument such as T-bills. Barclays, BBVA, Delpla and von Weizsäcker, Eijffinger, Becker and Issing envisage establishing independent fiscal auditing bodies and special euro-area bodies that would coordinate fiscal and economic policies. Under Delpla's and Weizsäcker's sophisticated system, an independent stability council would propose the annual allocation. This allocation would subsequently be approved by the national parliaments of participating Member States, having the ultimate budgetary authority

required to issue the (Blue) Eurobond mutual guarantees. Any country voting against the proposed allocation would thereby decide to neither issue any (Blue) Eurobonds in the coming year nor guarantee any Blue bonds of that particular vintage. Boonstra proposes that countries that break the rules should immediately be severely punished, e.g. by losing funds from the EU budget and losing political influence of the voting right in the bodies of the ECB.

- *Practical aspects of issuance:* Most authors propose establishing a joint debt agency that would coordinate the issuance and manage the debt. In the Blue-Red bonds type of proposals the issuance of the national part of the debt would remain with the national treasuries.
- *Scope of participating countries:* Becker enumerates options for the participation in the Eurobond. Those could be: (i) common bonds issued by countries with the same rating; (ii) joint bonds on an ad hoc basis similar to the joint bonds issued by some German federal states; (iii) participation in a common government bond only when EMU countries qualify through solid fiscal consolidation in boom times, or (iv) Germany and France promoting one liquid short-term instrument or a joint European market for treasury bills only.

Annex 3: Overview of related existing instruments

1. European Union

The European Commission, on behalf of the European Union, currently operates three programmes under which it may grant loans by issuing debt instruments in the capital markets, usually on a back-to-back basis. All facilities provide sovereign lending. The EU is empowered by the Treaty on the Functioning of the EU to adopt borrowing and guarantee programmes that mobilise the financial resources to fulfil its mandate.

- Under the *BoP programme* the EU provides financial assistance to non-euro area Member States that are seriously threatened with balance-of-payments (BOP) difficulties (Art. 143 TFEU).
- Under the *EFSM programme*, the European Commission is empowered to contract borrowings on behalf of the EU for the purpose of funding loans made under the European Financial Stability Mechanism (Council Regulation No 407/2010 of 11 May 2010). Since December 2010, support programmes for Ireland and Portugal have been agreed on for EUR 22.5 billion and EUR 26 billion, respectively.
- The *MFA programme* is providing loans to countries outside the European Union. Macro-Financial Assistance (MFA) is a policy-based financial instrument of untied and undesignated balance-of-payments support to partner third countries (Art. 212 and 213 TFEU). It takes the form of medium/long-term loans or grants, or a combination of these, and complements financing provided in the context of an International Monetary Fund's reform programme³¹.

Credit Rating

The EU's AAA rating is a reflection of several factors. Borrowings are direct and unconditional obligations of the EU and guaranteed by all EU Member States. Budget resources are derived almost entirely from revenue paid by Member States independently of national parliaments including tariffs and duties on imports into the EU and levies on each Member State's VAT receipts and GNI. On this basis, bonds issued by the EU are zero-risk weighted and can be used as collateral at the ECB.

For all borrowings, investors are ultimately exposed to the credit risk of the EU, not to that of the beneficiaries of loans funded. Should a beneficiary country default, the payment will be made from the EU budget (EUR 127 billion in 2011). EU Member States are legally obliged by the EU Treaty to provide funds to meet all EU's obligations.

Key Features of EU issuance

The EU has so far issued benchmark-size bonds under its Euro Medium Term Note programme (EMTN), which has been upsized to EUR 80 billion to take into account issuance under the EFSM. The resumption in benchmark issuance started end of 2008, driven by the crisis.

With the activation of EFSM for Ireland and Portugal, the EU has become a frequent benchmark issuer. The total borrowing plan for the EFSM for 2011 amounts to about EUR 28 billion (EUR 13.9 billion for Ireland, EUR 14.1 billion for Portugal; under BoP and MFA: about EUR 2 billion). Funding is exclusively denominated in euro.

As EU assistance is of a medium-term nature, the maturity spectrum is normally 5 to 10 years, but can be expanded to a range from 3 to 15 or occasionally 30 years.

³¹ For further information, see http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

“Back-to-back” on-lending ensures that the EU budget does not assume any interest rate or foreign exchange risk. Notwithstanding the back-to-back methodology, the debt service of the bond is the obligation of the European Union which will ensure that all bond payments are made in a timely manner.

As a frequent benchmark borrower, within the above parameters the EU intends to build a liquid yield curve. The EU commits lead managers to provide an active secondary market, quoting two-way prices at all times and it monitors that such commitments are applied.

Determination of EU funding

EU loans are financed exclusively with funds raised on the capital markets and not by the other Member States nor from the budget.

The funds raised are in principle lent back-to-back to the beneficiary country, i.e. with the same coupon, maturity and amount. This back-to-back principle imposes constraints on EU issuance, i.e. the characteristics of the issued financial instruments are defined by the lending transaction, thus implying that it is not possible to fund a maturity or amount different from the loan.

The Council Decision determines the overall amount of the country programme, instalments and the maximum average maturity of the loan package. Subsequently, the Commission and the beneficiary country have to agree loan/funding parameters, instalments and tranches thereof. In addition, all but the first instalment of the loan depend on compliance with various policy conditions similar to those of IMF packages, which is another factor influencing timing of funding. This implies that timing and maturities of issuance are dependent on the related EU lending activity.

EFSM Process

- (1) A Member State which is threatened with a severe economic or financial disturbance caused by exceptional occurrences beyond its control may request support from the EU under the EFSM.
- (2) The Council of the EU decides by qualified majority voting, based on a recommendation by the European Commission.
- (3) The Member State negotiates an economic adjustment programme with the European Commission, in liaison with the IMF and the ECB.
- (4) The beneficiary Member State negotiates with the European Commission the details of a Memorandum of Understanding (MoU) and a loan agreement and decides on implementation.
- (5) Following signature of the MoU and Loan Agreement, and a request for disbursements by the beneficiary Member State, funds are raised in international capital markets and the first tranche is released. Subsequent tranches of the loan are released, once the EU Council has assessed the Member State's compliance with the programme conditionality.

2. European Financial Stability Facility (EFSF)

The European Financial Stability Facility (EFSF 1.0) was created by the euro area Member States (EA MS) following the decision taken on 9 May 2010 by the ECOFIN Council. The EFSF 1.0 was founded as Luxembourg-registered company. The main purpose of the EFSF is to provide financial assistance to euro area Member States. As part of an overall assistance package of EUR 750 bn, the EFSF received guarantees by euro area Member States totalling

EUR 440 billion for on-lending to euro area MS in financial difficulty, subject to conditionality in the context of an EU/IMF economic adjustment programme.

Lending capacity

Under EFSF 1.0 the effective lending capacity of the EFSF is limited to EUR 255 billion in order to preserve the AAA rating of EFSF's bonds (see below).

Credit Rating

The EFSF 1.0 has been AAA rated by credit rating agencies. However, under the initial agreement (EFSF 1.0), this has come at the expense of a reduced lending capacity, as each EFSF loan has to be covered by i) guarantees from AAA-rated sovereigns; ii) an amount of cash equal to the relevant portion of the EFSF cash reserve; and iii) a loan-specific cash buffer. The AAA rating is essentially based on the following four elements:

- (1) *Guarantee mechanism:* The guarantee agreement between the euro area Member States requires them to issue an irrevocable and unconditional guarantee for the scheduled payments of interest and principal due on funding instruments issued by the EFSF. Furthermore, the guarantee covers up to 120% of each euro area Member State's share of any EFSF obligations (principal and interest), which is however capped by the respective Guarantee Commitments as stipulated in Annex 1 of the EFSF Framework Agreement. Any shortfall due to this cap would be covered by the cash reserves and cash buffer.
- (2) *Cash reserve:* Funds distributed to a borrower will be net of an up-front service fee, which is calculated as 50 bps on the aggregated principal amount of each loan and the net present value of the interest rate margin that would accrue on each loan at the contractual rate until its scheduled maturity date.
- (3) *Loan-specific cash buffer:* Each time a loan is provided to a Member State, the EFSF has to establish a loan-specific cash buffer, in a size so that each EFSF loan is fully covered by AAA guarantees and an amount of cash equal to the relevant portion of the EFSF cash reserve plus this respective loan-specific cash buffer.
- (4) *Potential additional support:* Under the EFSF Framework Agreement, the size of the EFSF Programme could be modified by unanimous approval by the guarantors. However, the capacity of the EFSF cannot be increased indefinitely, as this may deteriorate the credit position of the guaranteeing AAA-sovereigns. Should any of these lose its AAA rating, the capacity of the EFSF would shrink by the guarantee amount provided by that country.

Bonds issued by the EFSF are zero risk-weighted and ECB repo-eligible. The credit rating of the EFSF could be negatively affected by a potential deterioration in the creditworthiness of euro area Member States, especially the AAA-rated guarantors. As the EFSF is several times guaranteed, a single rating downgrade of a guaranteeing AAA-sovereign would downgrade the AAA rating of the EFSF, if no further credit enhancements are put in place.

Conditionality

Any financial assistance by the EFSF linked to the existence of an economic adjustment programme including strict policy conditionality as set out in a Memorandum of Understanding (MoU). The Commission negotiates with the beneficiary country the MoU in liaison with the ECB and IMF.

Decision making

The decisions to grant funds under the EFSF are taken unanimously.

3. European Financial Stability Facility (EFSF 2.0)

The EFSF Framework Agreement has been modified in order to have the full lending capacity of EUR 440 billion available.

Lending capacity

Under EFSF 2.0 the effective lending capacity of the EFSF is limited to EUR 440 billion in order to preserve the AAA rating of EFSF's bonds (see below).

Credit Rating

The EFSF 2.0 has received a AAA rating by credit rating agencies. To increase the effective EFSF lending capacity to a maximum of EUR 440 billion, a revision of the EFSF Framework Agreement has been made with a view to having an increase in the guarantees from AAA-rated sovereigns to EUR 440 bn. Essentially, then, the AAA rating is based on one element only, the guarantee mechanism.

That guarantee agreement between the EA Member States requires them to issue an irrevocable and unconditional guarantee for the scheduled payments of interest and principal due on funding instruments issued by the EFSF. Furthermore, the guarantee covers up to 165% of each euro area Member State's share of any EFSF obligations (principal and interest), which is however capped by the respective Guarantee Commitments as stipulated in Annex 1 of the EFSF Framework Agreement. Bonds issued by the EFSF are zero risk-weighted and ECB repo-eligible.

The credit rating of the EFSF could be negatively affected by a potential deterioration in the creditworthiness of any euro area Member State, especially of any AAA-rated guarantor. As the EFSF is several guaranteed, a single rating downgrade of a guaranteeing AAA-sovereign would downgrade the AAA rating of the EFSF, if no further credit enhancements are put in place.

Conditionality

Any financial assistance by the EFSF is linked to strict policy conditionality as set out in a Memorandum of Understanding (MoU). The Commission negotiates with the beneficiary country the MoU in liaison with the ECB and IMF. Beyond loans within a macroeconomic adjustment programme, the EFSF can also grant credit lines, carry out operations on the primary and secondary bond markets and grant loans outside of programmes for recapitalising financial institutions.

Decision making

The decisions to grant funds under the EFSF are taken unanimously.

4. European Stability Mechanism (ESM)

On 24-25 March 2011, EU Heads of States and Governments endorsed the creation of the ESM as a permanent crisis mechanism to safeguard the euro and financial stability in Europe. The ESM will be world largest international financial institution, with an EUR 700 billion capital, of which EUR 80 billion will be paid in. The entry into force of the ESM was initially planned for July 2013, but is expected to be advanced to mid 2012.

5. German Länder joint bonds

A special segment of the German Länder (states) bond market is the so called Jumbos. These are bonds issued by a group of German states. Up to now, 38 Jumbos have been issued by syndicates of five to seven states, with the exception of the particularly large Jumbo of 1997 which was shared by ten states. So far, all Jumbos have been arranged as straight bonds and

the average issue size is slightly higher than EUR 1 billion, more than seven times the size of an average Land issue. Participants of the Jumbo programme are mostly states which are either small by size or population. Jumbos are more liquid than typical Länder bonds, saving the state treasurers part of the liquidity risk premium compared to a rather small single-issuer bond. From the investors' point of view, a Jumbo constitutes a structured bond composed of separate claims against the participating states according to their share in the joint issue. Thus, the states are severally but not jointly liable for the issue.

Bond characteristics

- Issuance frequency: usually 2-3 issues per year
- Maturities: 5-10 years
- Size: EUR 1-1.5bn
- One state coordinates the issue and acts as a paying agent.

Credit Rating

The issues are rated AAA by Fitch. Background is that Fitch until recently assigned AAA ratings to all German states because of the Länderfinanzausgleich (this is an equalisation process which is a solidarity and implicit guarantee mechanism between the Länder and ultimately the federal state). This also explains the often split ratings between Fitch and the other agencies. Note that not all German Länder are rated by Fitch any more.

According to Fitch, the AAA rating reflects the individual creditworthiness of all seven German federated states involved in the joint issuance. It is based on the strong support mechanisms that apply to all members of the German Federation and the extensive liquidity facilities they benefit from, which ensure timely payment and equate the creditworthiness of the states to that of the Federal Republic of Germany. Fitch notes that the support mechanisms apply uniformly to all members of the German Federation: the federal government (Bund) and the 16 federated states. The differences in the federated states' economic and financial performances are irrelevant, as all Länder are equally entitled to financial support from the federal government in the event of financial distress. German Länder joint bonds are zero-risk-weighted and ECB repo-eligible.

Annex 4: Documentation and market conventions

As mentioned in Section 4, the introduction of a Stability Bond would require determining various security characteristics and market conventions would need to be determined. These would possibly include:

- Jurisdiction of Stability Bond issuance: EFSF and EU/EFSM bonds are issued under English law, but this may meet political resistance in this case.
- Maturity structure of securities: The funding strategy of the Stability Bond should be determined with a view to i) develop a benchmark issues and a yield curve, and ii) to optimise funding costs, as issuing in some segments of the yield curve is more costly than for others. The issuance of short-term paper (t-bills) in addition to longer maturities would improve the flexibility of the treasury and would improve access to funding significantly.
- Coupon types (fixed, variable, zero, inflation-linked): For a start and to facilitate the development of benchmark status, it may be preferable to concentrate on plain vanilla security structures. This would also facilitate the development of related derivative instruments, in particular options and futures.
- Stock exchange on which securities would be listed: EFSF and EU/EFSM bonds are currently listed on the Luxembourg exchange. For the Stability Bond this may prove to be too limited although listing on several exchanges would involve additional costs.
- Settlement conventions: These conventions should be set with a view to support the attractiveness of the instruments, i.e. for short-term paper with t+1 (to facility short-term treasury objectives) and for longer-term securities with t+3 (to minimize the risk of settlement failures).
- Strategy to create and maintain an investor basis: Relationships with potential investors would need to be established and could require decisions on whether a group of primary dealers will need to be established, how the retail sector will be integrated, etc.
- Introduction of Collective Action Clauses, to allow for an organised procedure to resolve any future solvency issues.

References

- Assmann, Ch. and J. Boysen-Hogrefe (2011), Determinants of government bond spreads in the euro area: in good times as in bad, Institut für Weltwirtschaft Kiel, forthcoming in *Empirica*.
- Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, A proposal to restore euro area stability 18 August 2011
- BBVA (2011), A unified sovereign debt issuance procedure in the Euro area with a Basket Bond, Global Public Finance – Policy report No. 1
- Becker, W., The Creation of a Common European Government Bond, Arguments Against and Alternatives, *Cahier Comte Boël*, No. 14, ELEC, April 2010
- Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Speech at the Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, Poros, 8 July 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. and W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, May/June 2009, pp.132 – 135.
- Delpla, J. and 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 March 2009
- Eijffinger, S.C.W. (2011), Eurobonds – Concepts and Implications, *Briefing* Note to the European Parliament, March 2011
- Favero, C.A. and 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, by Philip Plickert, 19 July 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, March 2010
- Jones, E. (2011), Framing the Eurobond, ISPI Commentary, 1 September 2011

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

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

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

Prodi, Romano and Alberto Quadrio Curzio (2011), EuroUnionBond ecco ci che va fatto, Il Sole 24 hore, 23 August 2011

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

Schäuble, W. (2010), Schäuble on Eurobonds and fiscal union, interview with Querentin Peel, Financial Times, 5 December 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*, 5 December 2010



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 23.11.2011
COM(2011) 818 final

LIVRE VERT

sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité

LIVRE VERT

sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité

1. JUSTIFICATION ET CONDITIONS PREALABLES CONCERNANT LES OBLIGATIONS DE STABILITE¹

1.1. Contexte

Ce livre vert a pour objectif de lancer une vaste consultation publique sur le concept des obligations de stabilité, auprès de tous les acteurs concernés et parties intéressées, à savoir les États membres, les opérateurs du marché financier, les associations du secteur des marchés financiers, les universitaires, au sein de l'UE et au-delà, et le grand public, qui servira de base à la Commission européenne pour déterminer la voie à suivre dans ce domaine.

Ce document évalue la faisabilité de l'émission commune d'obligations souveraines (ci-après «l'émission commune) parmi les États membres de la zone euro ainsi que les conditions requises². L'émission d'obligations souveraines dans la zone euro s'effectue actuellement de manière décentralisée par les États membres, à l'aide de diverses procédures d'émission. L'introduction d'obligations de stabilité émises de manière commune signifierait une mise en commun des émissions souveraines entre les États membres et le partage des flux de revenus et des charges d'emprunt associés. Ce pourrait modifier considérablement la structure du marché des obligations souveraines de la zone euro, qui constitue le segment le plus important du marché financier de la zone euro dans son ensemble (voir l'annexe 1 pour obtenir plus de détails sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro).

Le concept de l'émission commune a initialement été discuté par les États membres à la fin des années 1990, lorsque le groupe Giovannini (qui a conseillé la Commission sur l'évolution des marchés des capitaux liée à l'euro) a publié un rapport présentant une gamme d'options possibles pour la coordination des émissions de la dette souveraine de la zone euro³. En septembre 2008, les participants du marché ont montré un regain d'intérêt pour l'émission commune, lorsque l'EPDA (European Primary Dealers Association) a publié un document de réflexion intitulé «A Common European Government Bond⁴. Ce document confirmait que les

¹ Le débat public et la documentation utilisent normalement le terme «euro-obligations». La Commission considère qu'un tel instrument aurait pour principal effet de renforcer la stabilité financière dans la zone euro. Par conséquent, conformément au discours sur l'État de l'Union que le président Barroso a prononcé le 28 septembre 2011, le présent livre vert fait référence aux «obligations de stabilité».

² En principe, l'émission commune pourrait également s'étendre aux États qui ne sont pas membres de la zone euro, mais cela impliquerait un risque de change. Une grande partie des obligations de plusieurs États non-membres de la zone euro est déjà libellée en euros, cela ne devrait donc pas constituer un obstacle important. Tous les États membres de l'UE pourraient avoir un intérêt à rejoindre l'obligation de stabilité, surtout si elle permettait de contribuer à réduire et à maintenir leurs coûts de financement et de générer des effets positifs sur l'économie par l'intermédiaire du marché intérieur. Du point de vue de l'obligation de stabilité, plus les États membres sont nombreux à participer, plus les effets positifs sont susceptibles d'être importants, notamment en raison de l'augmentation de la liquidité.

³ Groupe Giovannini: rapport sur l'émission coordonnée de la dette publique dans la zone euro (11/2000). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

⁴ Voir «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>.

marchés des obligations d'État de la zone euro restaient très fragmentés près de 10 ans après l'introduction de l'euro et abordait les avantages et les inconvénients de l'émission commune. En 2009, les services de la Commission ont à nouveau abordé la question de l'émission commune dans le rapport EMU@10.

L'intensification de la crise de la dette souveraine de la zone euro a suscité un vaste débat sur la faisabilité de l'émission commune⁵. Un nombre important de personnalités politiques, d'analystes du marché et d'universitaires ont promu l'idée de l'émission commune comme instrument potentiellement efficace pour répondre aux contraintes de liquidité dans plusieurs États membres de la zone euro. Dans ce contexte, le Parlement européen a invité la Commission à étudier la faisabilité de l'émission commune dans le cadre de l'adoption du paquet législatif sur la gouvernance économique de la zone euro, en soulignant que l'émission commune d'obligations de stabilité exigerait également de progresser vers une politique économique et budgétaire commune⁶.

Alors que l'émission commune a généralement été considérée comme une possibilité à long terme, le débat plus récent a porté sur les avantages potentiels à court terme en vue d'atténuer les tensions sur le marché de la dette souveraine. Dans ce contexte, l'introduction d'obligations de stabilité ne s'effectuerait pas à l'issue d'un processus de convergence économique et budgétaire, mais s'effectuerait parallèlement à un renforcement de la convergence et favoriserait la création et la mise en œuvre du cadre nécessaire pour une telle convergence. Une telle approche parallèle exigerait une avancée immédiate et décisive dans le processus d'intégration économique, financière et politique au sein de la zone euro.

L'obligation de stabilité serait différente des instruments existants émis conjointement. Les obligations de stabilité constitueraient un instrument conçu pour le financement courant des administrations publiques de la zone euro grâce à l'émission commune. À cet égard, il convient de les distinguer des autres obligations émises conjointement dans l'Union européenne et la zone euro, notamment les émissions visant à financer l'aide extérieure aux États membres et aux pays tiers⁷. En conséquence, l'ampleur de l'émission d'obligations de

⁵ Voir l'annexe 2 pour obtenir un aperçu des contributions analytiques au débat sur les obligations de stabilité.

⁶ La résolution du Parlement européen du 6 juillet 2011 sur la crise financière, économique et sociale: recommandations concernant les mesures et initiatives à prendre (2010/2242(INI)) indique: " ...13. demande que la Commission réfléchisse à un futur système d'euro-obligations et tâche d'identifier les conditions auxquelles un tel système bénéficierait à tous les États membres participants et à la zone euro dans son ensemble; fait remarquer que les euro-obligations offriraient une solution de rechange viable au marché obligataire en dollars des États-Unis et qu'elles favoriseraient l'intégration du marché de la dette souveraine européenne, la réduction des coûts de financement, le renforcement de la liquidité, la consolidation de la discipline budgétaire et le respect du pacte de stabilité et de croissance, la promotion des réformes structurelles coordonnées et une stabilité accrue des marchés de capitaux, ce qui soutiendrait l'idée selon laquelle l'euro peut constituer une «valeur refuge» au niveau mondial; rappelle que l'émission commune d'euro-obligations requiert de faire un pas de plus vers une politique économique et budgétaire commune;

14. souligne, dès lors, qu'en cas d'émission d'euro-obligations, cette émission devrait être limitée à un ratio de la dette au PIB de 60 % sous le régime de la responsabilité solidaire, en tant que dettes publiques de premier rang, et devrait être associée à des mesures d'incitation visant à réduire la dette souveraine pour lui faire atteindre ce niveau; suggère que l'objectif principal des euro-obligations devrait être de réduire la dette souveraine, d'éviter tout aléa moral et de prévenir la spéculation contre l'euro; indique que, pour avoir accès à ces euro-obligations, un programme de réduction de la dette devrait avoir été préalablement accepté et mis en œuvre;

⁷ Par exemple, les obligations que la Commission émet au titre du mécanisme de soutien à la balance des paiements/MESF et les obligations émises par le FESF ou l'émission pour financer les grands projets d'infrastructures à dimension transnationale (par exemple les emprunts obligataires pour le financement

stabilité serait beaucoup plus grande et plus continue que celle qu'impliquent les formes actuelles d'émission nationale ou conjointe.

L'émission d'obligations de stabilité pourrait être centralisée au sein d'un organisme unique ou rester décentralisée au niveau national avec une coordination étroite entre les États membres. La répartition des flux de revenus et des charges d'emprunt associés aux obligations de stabilité refléterait les parts respectives des émissions des États membres. Selon l'approche choisie pour l'émission des obligations de stabilité, les États membres pourraient accepter la responsabilité solidaire pour tout ou partie des charges d'emprunt, ce qui impliquerait la mutualisation correspondante des risques de crédit.

Bon nombre des implications liées aux obligations de stabilité dépassent largement le domaine technique et impliquent des questions relatives à la souveraineté nationale et au processus d'intégration économique et politique. Parmi ces questions, citons le renforcement de la coordination et de la gouvernance des politiques économiques, un degré plus élevé de convergence économique et, dans certains cas, la nécessité de modifier les traités. Plus le risque de crédit serait largement mutualisé entre les États souverains, plus la volatilité du marché serait faible, tout comme la discipline du marché concernant un État souverain particulier. Ainsi la stabilité budgétaire devrait davantage s'appuyer sur la discipline fournie par les processus politiques. De même, certaines des conditions préalables pour la réussite des obligations de stabilité, notamment un degré élevé de stabilité politique et de prévisibilité ou la portée de l'appui des autorités monétaires, dépassent largement le domaine technique.

N'importe quel type d'obligation de stabilité devra être accompagné d'une surveillance budgétaire considérablement renforcée et d'une coordination des politiques budgétaires comme complément indispensable, afin d'éviter l'aléa moral et d'assurer la viabilité des finances publiques, ainsi que de soutenir la compétitivité et la réduction des déséquilibres macroéconomiques préjudiciables.

Cela aurait nécessairement des implications pour la souveraineté budgétaire, ce qui requiert un débat de fond dans les États membres de la zone euro.

Comme ces questions nécessitent un examen approfondi, ce document a été adopté par la Commission afin de lancer un processus nécessaire de débat politique et de consultation publique sur la faisabilité de l'introduction des obligations de stabilité et les conditions préalables à cette introduction.

1.2. Justification

Le débat sur l'émission commune a considérablement évolué depuis le lancement de l'euro. Initialement, la justification de l'émission commune était principalement axée sur les avantages du renforcement de l'efficacité du marché grâce à une liquidité accrue sur le marché des obligations souveraines de la zone euro et dans l'ensemble du système financier de la zone euro. Plus récemment, dans le contexte actuel de la crise de la dette souveraine, le centre du débat s'est déplacé vers les aspects liés à la stabilité. Dans ce contexte, il est possible d'identifier les principaux avantages suivants concernant l'émission commune:

de projets que la Commission peut éventuellement émettre). Les divers types d'émissions conjointes et les autres instruments semblables aux obligations de stabilité sont abordés à l'annexe 3.

1.2.1. Gérer la crise actuelle et prévenir les crises de la dette souveraine à l'avenir

La perspective des obligations de stabilité pourrait permettre d'apaiser la crise actuelle de la dette souveraine, car les États membres à haut rendement pourraient bénéficier de la forte solvabilité des États membres à faible rendement. Même si l'introduction d'obligations de stabilité pouvait prendre un certain temps (voir section 2), un accord préalable sur l'émission commune pourrait avoir des répercussions sur les attentes du marché et permettre de réduire ainsi les coûts de financement moyen et marginal des États membres qui sont actuellement confrontés à des contraintes de financement. Cependant, pour qu'un tel effet perdure, une feuille de route pour des obligations communes devra s'accompagner d'engagements parallèles en faveur d'un renforcement de la gouvernance économique, permettant de garantir que l'ajustement budgétaire et structurel nécessaire pour assurer la viabilité des finances publiques serait mis en œuvre.

1.2.2. Renforcer la stabilité financière dans la zone euro

Les obligations de stabilité permettraient au système financier de la zone euro de mieux résister aux chocs défavorables à venir et de renforcer ainsi la stabilité financière. Les obligations de stabilité permettraient d'offrir à tous les États membres participants un accès plus sécurisé au refinancement, empêchant ainsi une perte soudaine de l'accès au marché en raison d'une aversion au risque injustifié et/ou du comportement grégaire des investisseurs. En conséquence, les obligations de stabilité permettraient d'atténuer la volatilité des marchés et de réduire ou d'éliminer la nécessité des mesures coûteuses de soutien et de sauvetage pour les États membres qui sont temporairement exclus du financement sur les marchés. Les effets positifs de ces obligations dépendent de la gestion des facteurs potentiellement dissuasifs pour la discipline budgétaire. Cet aspect sera abordé plus en détail à la section 1.3 et à la section 3.

Le système bancaire de la zone euro bénéficierait de la disponibilité des obligations de stabilité. Les banques détiennent généralement de grandes quantités d'obligations souveraines, comme investissements liquides à faible risque et faiblement volatils. Les obligations souveraines servent aussi de réserves de liquidités, car elles peuvent être vendues à des prix relativement stables ou peuvent être utilisées pour garantir des opérations de refinancement. Cependant, les dettes souveraines détenues par les banques présentent clairement une distorsion nationale importante, ce qui crée un lien important entre les bilans de ces banques et le bilan de l'État souverain. Si la situation budgétaire de l'État souverain se détériore de manière importante, la qualité des garanties disponibles dans le système bancaire national est inévitablement compromise, exposant ainsi les banques à un risque de refinancement à la fois sur le marché interbancaire et pour l'accès aux facilités de l'Eurosystème. Les obligations de stabilité constitueraient une source de garanties plus solide pour toutes les banques de la zone euro, en réduisant leur vulnérabilité à la détérioration des notations de crédit des différents États membres. De même, pour les autres investisseurs institutionnels (par exemple les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension), qui tendent à détenir une part relativement élevée des obligations souveraines nationales, une obligation de stabilité constituerait un instrument plus homogène et plus solide.

1.2.3. Faciliter la transmission de la politique monétaire

Les obligations de stabilité permettraient de faciliter la transmission de la politique monétaire de la zone euro. La crise de la dette souveraine a porté atteinte à la chaîne de transmission de la politique monétaire, car les rendements des obligations d'État ont fortement divergé sur des marchés très volatils. Dans certains cas extrêmes, le fonctionnement des

marchés a été altéré et la BCE est intervenue par l'intermédiaire du programme pour les marchés de titres. Les obligations de stabilité permettraient de créer un panier plus vaste d'actifs sûrs et liquides. Cela contribuerait à garantir que les conditions monétaires établies par la BCE passeraient en douceur et uniformément par l'ensemble du marché des obligations souveraines pour influencer sur les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages et finalement sur la demande globale.

1.2.4. *Améliorer l'efficacité du marché*

Les obligations de stabilité permettraient de promouvoir l'efficacité du marché des obligations souveraines de la zone euro et de l'ensemble du système financier de la zone euro. L'émission d'obligations de stabilité permettrait d'offrir la possibilité d'un marché vaste et très liquide, présentant un rendement de référence unique, contrairement à la situation actuelle où de nombreux repères nationaux existent. La liquidité et la qualité de crédit élevée du marché des obligations de stabilité permettraient d'obtenir des rendements de référence faibles, qui se traduiraient par conséquent par un risque de crédit et des primes de liquidité faibles (voir encadré 1). Un ensemble unique de rendements de référence des obligations de stabilité «sans risque pour toutes les échéances contribuerait à développer le marché obligataire, stimulant ainsi l'émission par des émetteurs non souverains, par exemple des sociétés, des municipalités et des sociétés financières. La disponibilité d'obligations de référence liquides dans la zone euro permettrait également de faciliter le fonctionnement de nombreux marchés de produits dérivés libellés en euros. L'introduction d'obligations de stabilité pourrait être un catalyseur supplémentaire pour l'intégration du règlement des titres européens, en parallèle avec l'introduction prévue de TARGET2-Titres (Target2 Securities, T2S), la plate-forme paneuropéenne de règlement commun de la BCE, et d'autres mesures réglementaires possibles au niveau de l'UE. De ces diverses façons, l'introduction d'obligations de stabilité pourrait entraîner une baisse des coûts de financement à la fois pour le secteur public et le secteur privé au sein la zone euro et, ainsi, mieux soutenir le potentiel de croissance à long terme de l'économie.

Encadré 1: Rendement escompté des obligations de stabilité: le soutien empirique

L'introduction d'obligations de stabilité devrait permettre d'améliorer la liquidité des marchés des obligations d'État de la zone euro, réduisant ainsi la prime de liquidité que les investisseurs perçoivent implicitement pour la détention des obligations d'État. Cet encadré présente une tentative visant à quantifier les économies importantes qu'il serait possible de réaliser en réduisant la prime de liquidité. Une deuxième composante du rendement escompté des obligations de stabilité, à savoir la prime de risque de crédit probable, s'est avérée plus controversée. Les primes de liquidité et de crédit d'une obligation de stabilité dépendraient de manière cruciale des options choisies pour la conception et la structure de garantie de ces obligations.

Plusieurs analyses empiriques ont comparé le rendement d'obligations hypothétiques couramment émises avec le rendement moyen des obligations existantes. Ces analyses supposent l'absence de baisse de la prime de liquidité et d'une quelconque amélioration du risque de crédit par l'émission commune, au-delà de la moyenne des notes des États membres. Carstensen (2011) a estimé que le rendement des obligations communes, s'il s'agit simplement de la moyenne pondérée des taux d'intérêt des États membres, serait supérieur de 2 points de pourcentage au bund allemand à 10 ans. Une autre estimation (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011) a conclu que la différence de rendement par rapport aux bunds allemands pourrait être de 0,5 à 0,6 point de pourcentage. Le raisonnement sous-jacent est que les variables budgétaires sont les principaux facteurs qui déterminent les écarts de rendement des obligations souveraines. En matière budgétaire, l'agrégat de la zone euro serait comparable à la France, donc le rendement des obligations communes serait plus ou moins égal à celui des obligations

françaises. Une analyse de JP Morgan (2011), qui utilise une approche comparable, indique une plage similaire d'environ 0,5 à 0,6 point de pourcentage. La banque française Natixis a réalisé une analyse plus poussée dans ce sens (2011) qui laisse penser que la valeur des obligations communes pourrait être fixée à environ 20 points de base au-dessus des obligations actuellement notées AAA. Favero et Missale (2010) affirment que les rendements américains, ajustés pour la prime de risque de change, constituent une bonne référence pour les rendements des obligations communes, car ces obligations viseraient à rendre les marchés obligataires de la zone euro semblables au marché américain en matière de risque de crédit et de liquidité. Ils indiquent que dans les années qui ont précédé la crise financière, le désavantage en matière de rendement des obligations d'État américaines par rapport à celles de l'Allemagne était d'environ 40 points de base, ce qui correspondrait alors aux gains de liquidité obtenus en émettant des obligations communes dans les mêmes conditions que les obligations américaines.

Afin de fournir une estimation des gains réalisables concernant les primes de liquidité, la Commission a réalisé une analyse statistique de chaque émission d'obligations souveraines dans la zone euro après 1999. Le volume de l'émission est utilisée comme approximation (car il s'agit de l'indicateur le plus largement disponible, même s'il peut sous-estimer le gain potentiel concernant les primes de liquidité) de la liquidité d'une émission d'obligations, et le coefficient de régression détermine les gains réalisables avec une émission d'obligations dont le volume est plus élevé⁸. Un premier modèle est estimé en utilisant les données sur les États membres de la zone euro notés AAA (signalés par «AAA dans le tableau») et un deuxième modèle est estimé en utilisant les données sur tous les États membres disponibles de la zone euro (signalé par «AA»). Le deuxième modèle tient également compte de la notation de chaque émission. Il en ressort que tous les coefficients sont significatifs à des niveaux classiques, et qu'entre 70 et 80 % de l'écart est expliquée par l'estimation.

Tableau: estimation du modèle et évolution escomptée du rendement en raison de la baisse de la prime de liquidité

	Moyenne historique 1999-2011			Situation du marché 2011		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Rendement (%) – modèle	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Évolution du rendement avec le volume du marché américain	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

Pour obtenir le gain de la prime de liquidité, les coefficients de l'estimation du modèle ont été utilisés pour simuler la chute potentielle des rendements des obligations qui ont été émises selon le volume moyen des émissions aux États-Unis plutôt que selon le volume moyen des émissions dans la zone euro. Ainsi, le volume des émissions aux États-Unis permet de déterminer dans quelle mesure un marché d'obligations de stabilité est susceptible de devenir liquide. Dans une première série de calculs, l'avantage de liquidité était dérivé de la moyenne historique du rendement des «portefeuilles depuis 1999. À titre de comparaison, les mêmes calculs ont été réalisés en tenant compte des conditions du marché à l'été 2011.

La deuxième ligne du tableau indique que le gain de rendement dû à un volume plus élevé des émissions serait de l'ordre de 10 à 20 points de base pour la zone euro, selon la note de crédit obtenue, mais qu'il ne dépendrait pas vraiment du fait que la conjoncture de marché passée ou récente soit utilisée. Le gain de rendement correspondant pour l'Allemagne serait d'environ 7 points de base. Les

⁸ Le volume des émissions telles qu'enregistrées dans Dealogic a été ajusté pour intégrer le volume des émissions adjacentes présentant une échéance et une date de règlement similaires. Pour tenir compte des différences concernant la situation des marchés soumis à des contraintes temporelles, des variables de contrôle sont mises en place pour l'impact du niveau du taux d'intérêt (le taux swap à 2 ans) et de la courbe de rendements (la différence entre les taux swap à 10 ans et à 2 ans) en vigueur au moment de chaque émission.

simulations montrent que le gain escompté de la prime de liquidité est plutôt limité et diminue pour les États membres qui bénéficient déjà de la note la plus élevée.

Même s'il est évident que les États Membres qui sont actuellement confrontés à des rendements élevés bénéficieraient à la fois de la mutualisation du risque de crédit et de l'amélioration de la liquidité des obligations communes, les États membres dont le rendement est actuellement faible pourrait être confrontés à des rendements plus élevés en l'absence d'amélioration du risque de crédit des émetteurs présentant actuellement un haut rendement. En principe, les paiements compensatoires pourraient permettre de redistribuer les gains associés à la prime de liquidité, mais en l'absence d'une meilleure gouvernance, la qualité de crédit globale de la dette de la zone euro pourrait en fait se détériorer en raison d'une discipline de marché moins forte, dans une mesure telle que les États membres qui présentent actuellement un rendement faible seraient confrontés à des coûts de financement accrus.

1.2.5. Renforcer le rôle de l'euro dans le système financier mondial

Les obligations de stabilité permettraient de faciliter les investissements de portefeuille en euro et de favoriser un système financier mondial plus équilibré. Le marché du Trésor américain et le marché des obligations souveraines de la zone euro entière ont une taille comparable mais la fragmentation des émissions libellées en euro implique une disponibilité bien plus élevée en termes de volume au niveau des bons du Trésor que pour chacun des émetteurs nationaux individuels de la zone euro. Depuis 1999, la taille des émissions des bons du Trésor américain à dix ans représente en moyenne près du double de la taille des émissions du Bund allemand et dépasse même la taille des obligations émises par tout autre État membre de l'UE. Selon les données disponibles, les volumes négociés sur le marché au comptant du Trésor américain constituent aussi un multiple des volumes négociés sur le marché correspondant de la zone euro où on assiste à une migration des liquidités vers les marchés dérivés. La forte liquidité des bons du Trésor américain est l'un des facteurs ayant conféré à ceux-ci la place majeure et privilégiée qu'ils occupent dans le système financier mondial (soutenus par le dollar américain en tant que monnaie de réserve internationale unique), attirant de ce fait les investisseurs institutionnels. Par conséquent, les plus grands volumes d'émissions et la plus forte liquidité des marchés secondaires qui découleraient de l'émission d'obligations de stabilité renforceraient la position de l'euro en tant que monnaie de réserve internationale.

1.3. Conditions préalables

Alors que les obligations de stabilité offriraient des avantages substantiels en termes de stabilité financière et d'efficacité économique, il convient absolument de relever leurs inconvénients potentiels. À ce titre, il conviendrait de respecter des conditions préalables essentielles de nature économique, juridique et technique. Ces conditions préalables, qui impliqueraient des modifications au niveau du Traité et des ajustements considérables à la conception institutionnelle de l'UEM et de l'Union européenne, sont discutées ci-dessous.

1.3.1. Limiter l'aléa moral

Les obligations de stabilité ne doivent pas entraîner une diminution de la discipline budgétaire au sein des États membres de la zone euro. La période qui suit le lancement de l'euro se caractérise notamment par l'incohérence des politiques budgétaires en termes de discipline de marché dans les États membres participants. Rétrospectivement, la forte convergence des rendements obligataires observée dans la zone euro au cours de la première décennie de l'euro ne se justifiait pas par les résultats des États membres en matière budgétaire. La correction ultérieure à 2009 a été brutale, voire éventuellement trop forte à certains égards. En dépit de cette incohérence, les derniers faits semblent confirmer que les marchés peuvent discipliner les politiques budgétaires nationales dans la zone euro. Avec certaines formes d'obligations de stabilité, cette discipline serait réduite voire entièrement effacée puisque les États membres de la zone euro mutualiseraient le risque de crédit de tout ou partie de leur dette publique, impliquant de ce fait un risque d'aléa moral. L'aléa moral inhérent à une émission conjointe provient du partage éventuel par l'ensemble des participants du risque de crédit provenant de l'absence, au niveau individuel, de discipline budgétaire.

L'émission d'obligations de stabilité, du fait de l'affaiblissement éventuel qu'elle peut entraîner au niveau de la discipline de marché, nécessiterait un remaniement profond du cadre de gouvernance économique au sein de la zone euro. Il conviendrait d'adopter des mesures de protection supplémentaires visant à assurer la viabilité à long terme des finances

publiques. Lesdites mesures devraient non seulement être axées sur la discipline budgétaire mais aussi sur la compétitivité économique (voir section 3). Alors que l'adoption du nouveau programme de gouvernance économique offre déjà une sérieuse mesure de protection devant être renforcée davantage par de nouveaux règlements fondés sur l'article 136⁹, il se peut que le cadre des obligations de stabilité doive aller encore plus loin, notamment s'il était question d'une mutualisation du risque de crédit. Si les obligations de stabilité étaient considérées comme un moyen de contourner la discipline de marché, leur acceptabilité serait mise en doute par les États membres et les investisseurs.

Si l'établissement d'une politique responsable et axée sur la stabilité doit reposer avant tout sur des politiques budgétaires prudentes en période de conjoncture favorable et sur une correction rapide de toute déviation, l'expérience a montré que des déséquilibres macroéconomiques plus larges, comprenant des pertes de compétitivité, peuvent affecter très gravement les finances publiques. Par conséquent, la coordination accrue des politiques imposée par l'introduction des obligations de stabilité doit également servir à éviter et corriger les déséquilibres macroéconomiques préjudiciables.

Garantir une qualité de crédit élevée et que tous les États membres tirent avantage des obligations de stabilité.

L'acceptation par les investisseurs des obligations de stabilité nécessiterait qu'elles aient une qualité de crédit élevée. Les obligations de stabilité doivent être conçues et émises de sorte que les investisseurs les considèrent comme un investissement très sûr. Par conséquent, l'acceptation et la réussite des obligations de stabilité bénéficieraient grandement de la notation la plus élevée possible. Une notation inférieure pourrait avoir des retombées négatives sur sa valorisation (rendement supérieur à la normale) et la disposition des investisseurs à absorber des quantités suffisamment élevées d'émissions. En particulier si les émissions nationales AAA des États membres étaient poursuivies et coexistaient ainsi pour entrer en concurrence avec les obligations de stabilité. Il conviendrait aussi de disposer d'une qualité de crédit élevée pour établir les obligations de stabilité en tant que titre de référence au plan international et pour soutenir l'essor et le fonctionnement efficace des marchés des instruments financiers à terme et des options y afférents¹⁰. Dans ce cadre, la mise en place des obligations de stabilité doit adopter une transparence suffisante pour permettre aux investisseurs de valoriser les garanties sous-jacentes. Sans cela, il se pourrait que les investisseurs mettent en doute le nouvel instrument et les rendements seraient considérablement supérieurs aux rendements actuels des États membres les plus solvables.

L'obtention d'une qualité de crédit élevée contribuera aussi grandement à assurer l'acceptation des obligations de stabilité par tous les États membres de la zone euro. Une question essentielle concerne le mode de répartition des risques et des profits parmi les États membres. Dans certaines de leurs formes, les obligations de stabilité signifieraient que les États membres disposant d'une notation de crédit inférieure à la moyenne pourraient obtenir

⁹ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de budgets et pour la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro.

¹⁰ L'expérience tirée de la notation des obligations de l'EFSF montre qu'une notation de l'obligation supérieure aux garanties moyennes prises par les États membres participants a été obtenue en recourant à divers outils, tels que la détention d'espèces, le maintien de fonds propres capables d'absorber les pertes et la constitution d'une garantie supérieure au montant de l'émission. Même si la gestion de ces éléments s'est accompagnée d'une certaine complexité dans le cas de l'EFSF, ces éléments peuvent s'avérer utiles pour renforcer la notation de crédit de l'obligation de stabilité.

des frais de financement moindres tandis que les États membres bénéficiant déjà d'une notation de crédit élevée pourraient encourir des pertes nettes si les effets de la mutualisation du risque dominaient les effets positifs de la liquidité. Par conséquent, le soutien des obligations de stabilité auprès des États membres qui bénéficient déjà d'une notation AAA nécessiterait la garantie d'une qualité de crédit tout aussi élevée en ce qui concerne le nouvel instrument de façon à ce que les coûts de service de leurs dettes n'augmentent pas. Comme il a déjà été expliqué, ceci reposerait sur une réduction réussie de l'aléa moral. L'acceptabilité des obligations de stabilité pourrait encore être renforcée par un mécanisme de redistribution de certains des avantages de financement entre les États membres mieux notés et moins bien notés (voir encadré 2).

La notation de crédit des obligations de stabilité dépendrait essentiellement de la qualité du crédit des États membres participants et de la structure de garantie sous-jacente¹¹.

- Dans le cas de garanties solidaires (non conjointes), chaque État membre garant serait responsable pour sa part d'engagements relevant de l'obligation de stabilité selon une clé de contribution spécifique¹². Pour autant que les États membres continuent d'obtenir des notations individuelles, un abaissement de la notation d'un grand État membre aboutirait très probablement à un abaissement correspondant de l'obligation de stabilité, sans toutefois avoir nécessairement un impact sur la notation des autres États membres. Dans les circonstances actuelles où seuls six États membres de la zone euro possèdent une notation AAA, une obligation de stabilité dotée d'une telle structure de garantie ne pourrait vraisemblablement pas être se voir attribuer une notation AAA et pourrait même recevoir une notation équivalant aux États membres disposant de la notation la plus faible, à moins d'être soutenue par un rehaussement du crédit.
- Dans le cas de garanties solidaires (non conjointes) bénéficiant d'un statut prioritaire et de sûretés, chaque État membre garant serait de nouveau responsable pour sa propre part de l'émission des obligations de stabilité. Toutefois, pour garantir le remboursement des obligations de stabilité à tout moment, même en cas de défaut, un certain nombre de rehaussements de crédit doivent être envisagés par les États membres. Tout d'abord, un statut prioritaire pourrait être appliqué à l'émission des obligations de stabilité. Deuxièmement, les obligations de stabilité pourraient être partiellement garanties (par ex. par des espèces, de l'or, des actions de sociétés publiques, etc.). Troisièmement, des flux particuliers de recettes pourraient être affectés à la couverture des coûts du service de la dette relatifs aux obligations de stabilité. Les obligations de stabilité obtiendraient ainsi la notation AAA, bien que les notations des obligations nationales des États membres moins solvables soient susceptibles de connaître un abaissement relatif.
- Dans le cas de garanties solidaires et conjointes, chaque État membre garant serait non seulement responsable de sa propre part de l'émission des obligations de stabilité, mais aussi de tout autre État membre qui ne respecte pas ses engagements¹³. Même avec cette structure de garanties, il ne serait pas totalement exclu que la notation des obligations de stabilité puisse être affectée si un nombre restreint d'États membres notés AAA étaient amenés à garantir des engagements considérables d'autres États membres moins bien notés. Il existe aussi un risque que, dans une situation extrême, une série d'abaissements de

¹¹ Dans la présente section, les termes *garantie solidaire* et *garantie conjointe et solidaire* sont utilisés selon leur acceptation économique, qui peut diverger de leurs définitions juridiques.

¹² Comme un budget de l'UE ou la clé de répartition du capital de la BCE.

¹³ Dans de telles circonstances, les États membres participants pourraient toutefois faire valoir leurs droits auprès de l'État membre en défaut.

notations puisse avoir un effet boule de neige; p.ex. un abaissement d'un grand État membre noté AAA pourrait entraîner l'abaissement de la notation de l'obligation de stabilité, qui pourrait à son tour avoir des répercussions négatives sur les notations de crédit d'autres États membres. Par conséquent, des mesures de protection suffisantes doivent absolument être mises en place pour assurer la discipline budgétaire parmi les États membres participants par le biais d'un cadre de gouvernance économique solide (avec éventuellement un statut prioritaire des obligations de stabilité par rapport aux obligations nationales dans l'hypothèse où celles-ci continueraient d'exister).

Encadré 2: redistribution possible des avantages financiers entre les États membres

Le risque d'aléa moral associé à l'émission d'obligations de stabilité avec des garanties conjointes pourrait être évité grâce à un mécanisme permettant de redistribuer certains des avantages financiers de l'émission d'obligations de stabilité entre les États membres les mieux notés et les plus mal notés. Un tel mécanisme pourrait permettre que l'émission d'obligations de stabilité soit une proposition gagnant-gagnant pour tous les États membres de la zone euro. Il est possible d'utiliser un exemple stylisé impliquant deux États membres pour le démontrer:

La dette publique des deux États membres s'élève à environ 2 milliards d'euros, mais l'État membre A paie un rendement de 2 %, tandis que l'État membre B verse un rendement de 5 % sur les émissions nationales à 5 ans. L'émission d'obligations de stabilité permettrait de financer intégralement les deux États membres, avec une échéance de 5 ans et un taux d'intérêt de 2 %). La distribution de l'émission d'obligations de stabilité serait de 50 % pour chaque État membre.

Une partie de l'avantage financier dont l'État membre B bénéficierait dans le cadre de l'émission d'obligations de stabilité pourrait être redistribué à l'État membre A. Par exemple, un escompte de 100 pb pour l'État membre A pourrait être financé par la prime de 300 pb pour l'État membre B. En conséquence, l'obligation de stabilité pourrait permettre de financer l'État membre A avec un rendement de 1 % et l'État membre B avec un rendement de 3 %. Les deux États membres bénéficieraient de coûts de financement moins élevés qu'avec une émission nationale.

Inutile de dire qu'il conviendrait de formuler le mécanisme de distribution interne des avantages liés à l'émission d'obligations de stabilité, mais ce mécanisme serait lié à la performance budgétaire relative dans le contexte du cadre de gouvernance économique de la zone euro.

1.3.2. Assurer la cohérence avec le traité de l'UE

La cohérence avec le traité de l'UE serait indispensable pour réussir l'introduction d'obligations de stabilité. Premièrement, les obligations de stabilité ne doivent pas être contraires à l'interdiction sur le «renflouement des États membres prévue dans le traité. La compatibilité des obligations de stabilité avec le cadre actuel du traité dépend de la forme spécifique choisie. Certaines options pourraient exiger des modifications de certaines dispositions du traité. L'article 125 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) interdit aux États membres d'assumer le passif d'un autre État membre.

L'émission d'obligations de stabilité avec des garanties conjointes et solidaires déboucherait a priori sur une situation de violation de l'interdiction de renflouement. Dans une telle situation, un État membre serait en effet tenu responsable indépendamment de

sa clé de répartition «habituelle, si un autre État membre était incapable d'honorer ses engagements financiers. Dans ce cas, un amendement au traité s'avérerait nécessaire. Cet amendement pourrait avoir lieu dans le cadre de la procédure simplifiée si un organisme de gestion commune de la dette de la zone euro était créé dans un cadre intergouvernemental, mais il serait probablement nécessaire de recourir à la procédure ordinaire s'il relevait directement de la législation européenne, car il permettrait d'étendre les compétences de l'UE. Sauf si une base spécifique était établie dans le traité, une approche reposant sur la législation de l'UE nécessiterait probablement le recours à l'article 352 du TFUE, qui implique un vote unanime du Conseil et le consentement du Parlement européen. L'émission d'obligations de stabilité et la coordination économique et budgétaire plus stricte qui est nécessaire pour assurer sa réussite nécessiteraient aussi très probablement d'apporter d'importants changements à la législation nationale dans un certain nombre d'États membres¹⁴.

L'émission d'obligations de stabilité avec des garanties solidaires mais non conjointes serait possible avec les dispositions existantes du traité. Par exemple, l'augmentation sensible du volume de prêts autorisé du MES et la modification des conditions de prêt en vue de lui permettre de rétrocéder les montants empruntés sur les marchés à tous les États membres de la zone euro pourraient être prévues de manière à respecter l'article 125 du TFUE, pourvu que la nature prorata de la clé de répartition associée au MES demeure inchangée. Le même raisonnement s'appliquerait aux émissions d'un éventuel bureau de gestion commune de la dette, dont les engagements resteraient strictement limités à un prorata.

Il serait également nécessaire de modifier le traité si on envisageait un cadre de gouvernance économique de la zone euro beaucoup plus intrusif. En fonction des caractéristiques spécifiques des obligations de stabilité, la gouvernance et la surveillance budgétaire et économique dans les États membres participants devraient être renforcées afin d'éviter l'émergence d'un aléa moral. D'autres modifications qualitatives dans la gouvernance, au-delà des propositions contenues dans les mesures du 23 novembre, exigeront probablement de modifier le traité. La section 3 traite de manière plus approfondie de telles options de renforcement de la gouvernance budgétaire.

2. OPTIONS POUR L'EMISSION D'OBLIGATIONS DE STABILITE

De nombreuses options ont été proposées pour l'émission d'obligations de stabilité, en particulier depuis le début de la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Toutefois, ces options peuvent généralement se classer en trois grandes approches, en fonction du degré de substitution des émissions nationales (complète ou partielle) et de la nature de la garantie sous-jacente (conjointe et solidaire ou solidaire) impliquée. Ces trois grandes approches sont¹⁵:

¹⁴ Par exemple, la décision de la Cour constitutionnelle allemande du 7 septembre 2011 interdit au législateur allemand de mettre en place un mécanisme permanent «qui entraînerait une présomption de responsabilité envers les décisions volontaires des autres États membres, surtout si leurs répercussions sont difficiles à évaluer». Elle exige également que, même dans un système de gouvernance intergouvernementale, le Parlement continue de contrôler les décisions fondamentales en matière de politique budgétaire.

¹⁵ Une quatrième approche impliquant la substitution complète des obligations de stabilité et des garanties solidaires mais non conjointes serait également possible mais n'est pas envisagée, car elle ne serait pas sensiblement différente des dispositions existantes en matière d'émission. En outre, des cas mixtes

- (1) la substitution complète de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale, avec des garanties conjointes et solidaires;
- (2) la substitution partielle de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale, avec des garanties conjointes et solidaires; et
- (3) la substitution partielle de l'émission de l'obligation de stabilité à l'émission nationale, avec des garanties solidaires mais non conjointes.

Dans cette section, chacune de ces trois approches est évaluée d'après les avantages et les conditions préalables décrits à la section 1.

2.1. Approche n° 1: Substitution complète de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale, avec des garanties conjointes et solidaires

Selon cette approche, le financement public dans la zone euro serait entièrement couvert par l'émission d'obligations de stabilité, tandis que l'émission nationale serait abandonnée. Les États membres pourraient émettre des obligations de stabilité de manière décentralisée au moyen d'une procédure coordonnée, mais il serait plus efficace de créer une agence de la dette de la zone euro¹⁶. Cette agence centralisée émettrait des obligations de stabilité sur le marché et distribuerait le produit aux États membres en fonction de leurs besoins de financement respectifs. Sur la même base, l'agence servirait les intérêts des obligations de stabilité en percevant les paiements d'intérêts et du principal des États membres. Les obligations de stabilité seraient émises en vertu d'une garantie solidaire et conjointe fournie par tous les États membres de la zone euro, ce qui implique la mise en commun de leurs risques de crédit. Compte tenu de la nature solidaire et conjointe des garanties, la note de crédit des États membres de la zone euro serait très probablement dominante pour déterminer la note des obligations de stabilité, ce qui laisse penser qu'une obligation de stabilité émise aujourd'hui pourrait avoir une note de crédit élevée. Néanmoins, la conception des garanties croisées intégrées dans les obligations de stabilité et les implications pour la note de crédit et les rendements devraient faire l'objet d'une analyse plus approfondie.

Cette approche serait plus efficace pour offrir les avantages liés à l'émission d'obligations de stabilité. La substitution complète des émissions d'obligations de stabilité à l'émission nationale permettrait d'assurer le refinancement complet pour tous les États membres, indépendamment de l'état de leurs finances publiques nationales. De cette façon, les fortes contraintes de liquidité que connaissent actuellement certains États membres pourraient être surmontées et leur récurrence pourrait être évitée à l'avenir. Cette approche permettrait également de créer un marché homogène et de grande envergure pour les obligations de stabilité, avec des avantages importants en termes de liquidité et de réduction des primes de risque de liquidité. Les nouvelles obligations de stabilité fourniraient une obligation de référence commune à la zone euro et constitueraient à ce titre un cadre de référence plus efficace pour calculer le risque dans l'ensemble du système financier de la zone euro. En fournissant des garanties publiques de haute qualité aux établissements financiers de tous les États membres, cette approche permettrait de maximiser les avantages de l'émission commune en améliorant la résilience du système financier de la zone euro ainsi que la transmission de la

pourraient être conçus, par exemple plusieurs garanties sur des titres de créance assorties d'une garantie solidaire limitée pour combler les pénuries de liquidité à court terme.

¹⁶ Voir la section 4 pour un examen des avantages et des inconvénients liés à l'émission centralisée et décentralisée.

politique monétaire. Avec cette approche, l'obligation de stabilité fournirait également au système financier mondial un deuxième marché refuge dont la taille et la liquidité seraient comparables au marché américain des titres du Trésor, et serait donc plus efficace pour promouvoir le rôle international de l'euro.

Dans le même temps, cette approche impliquerait le risque d'aléa moral le plus élevé.

Les États membres pourraient effectivement profiter gratuitement de la discipline des autres États membres, sans aucune implication sur leurs coûts de financement. En conséquence, il serait nécessaire d'accompagner cette approche d'un cadre très solide visant à assurer la discipline budgétaire, la compétitivité économique et la réduction de déséquilibres macroéconomiques au niveau national. Un tel cadre nécessiterait de faire avancer d'un grand pas le processus d'intégration économique, financière et politique par rapport à la situation actuelle. Sans ce cadre, il est toutefois peu probable que cette approche ambitieuse d'émission d'obligations de stabilité offre un résultat acceptable pour les États membres et les investisseurs. Compte tenu des garanties solidaires et conjointes pour l'obligation de stabilité et la robustesse requise dans le cadre sous-jacent de discipline budgétaire et de compétitivité économique, cette approche d'émission d'obligations de stabilité impliquerait très probablement de modifier le traité.

Avec cette approche, il conviendrait de définir le périmètre de la dette publique devant être émise sous forme d'obligations de stabilité.

Dans plusieurs États membres, les obligations sont émises non seulement par les gouvernements centraux, mais aussi par les autorités régionales ou municipales¹⁷. En principe, il serait possible de choisir d'inclure les émissions réalisées au niveau sous-national. L'avantage évident de cette option serait que les avantages potentiels en termes de stabilité du marché, de liquidité et d'intégration seraient élargis. Elle serait également compatible avec l'approche de l'UE en matière de surveillance budgétaire, qui couvre la totalité de la dette publique et des déficits. Par ailleurs, la mise en commun des émissions des gouvernements centraux uniquement peut constituer une disposition plus transparente et plus sûre. Les données des gouvernements centraux sont généralement plus facilement accessibles, ce qui n'est pas toujours le cas de celles des autorités locales. Par ailleurs, l'émission couvrirait uniquement les déficits entièrement contrôlés par les gouvernements centraux. Du point de vue du marché uniquement, les obligations de stabilité remplaceraient les obligations connues du gouvernement central, ce qui faciliterait l'évaluation et la valorisation des nouvelles obligations de stabilité¹⁸.

Le processus de mise en œuvre progressive en vertu de cette approche pourrait être organisé de différentes façons selon le rythme d'introduction souhaité.

Avec une mise en œuvre accélérée, les nouvelles émissions prendraient entièrement la forme d'obligations de stabilité et les obligations gouvernementales restantes pourraient être converties en nouvelles obligations de stabilité, c'est-à-dire en échangeant une certaine quantité d'obligations gouvernementales nationales contre de nouvelles obligations de stabilité. Le principal avantage de cette option serait la création quasi immédiate d'un marché liquide avec une courbe de rendement de référence complète. Le rachat des anciennes obligations pourrait aussi permettre d'atténuer les gros problèmes de financement que rencontrent actuellement les États membres qui ont des dettes et des taux d'intérêt élevés. Toutefois, l'opération peut s'avérer compliquée et nécessiterait l'étalonnage minutieux des taux de conversion pour

¹⁷ C'est notamment le cas en Allemagne et dans une moindre mesure en Espagne et en France.

¹⁸ Cette couverture étroite des obligations de stabilité impliquerait que les États membres seraient tenus de s'engager à ne pas émettre leurs propres obligations nationales, ou autres obligations souveraines, y compris leurs entités sous-fédérales si ces dernières sont incluses dans le système d'émission conjointe.

minimiser les perturbations du marché. On peut aussi envisager un système plus progressif, c'est-à-dire une nouvelle émission complète, voire seulement partielle, d'obligations de stabilité pour chaque État membre, tandis que les obligations d'État des pays de la zone euro resteraient en circulation sur le marché secondaire. Cela permettrait au marché de s'habituer progressivement à ce nouvel instrument et de développer des outils d'analyse/de prix, ce qui poserait moins de risques en termes de perturbation du marché. Cependant, avec cette variante, la création d'un marché complet d'obligations de stabilité prendrait plusieurs années (en fonction des échéances des obligations en circulation), ce qui retarderait les avantages possibles. Comme pour les anciennes obligations en circulation, ce segment déclinerait progressivement et serait remplacé par les obligations de stabilité et les nouvelles obligations nationales. Ainsi, la liquidité globale de ce segment diminuerait au fil du temps et, par conséquent, la prime de liquidité des obligations existantes pourrait augmenter progressivement.

Puisqu'il serait nécessaire de modifier le traité, la mise en œuvre de cette approche pourrait prendre énormément de temps.

2.2. Approche n° 2: Substitution partielle de l'émission nationale par l'émission d'obligations de stabilité, avec des garanties solidaires et conjointes

Avec cette approche, l'émission d'obligations de stabilité serait étayée par des garanties solidaires et conjointes, mais ne remplacerait qu'une part limitée de l'émission nationale.

La part de l'émission qui ne fait pas partie des obligations de stabilité resterait soumise aux garanties nationales respectives. Cette approche d'émission commune est connue sous le nom d'«approche bleu-rouge»¹⁹. En conséquence, le marché des obligations souveraines de la zone euro comporterait deux parties distinctes:

- *Les obligations de stabilité* (ou «obligations bleues): L'émission d'obligations de stabilité ne se produirait que selon certaines limites prédéfinies et ne couvrirait donc pas nécessairement l'ensemble des besoins de refinancement de tous les États membres. Ces obligations pourraient bénéficier d'une garantie solidaire et conjointe et impliqueraient un taux de refinancement uniforme pour tous les États membres²⁰.
- *Les obligations d'État* («obligations rouges). Le reste de l'émission nécessaire pour financer les budgets des États membres s'effectuerait au niveau national, avec des garanties nationales. En conséquence, les obligations nationales seraient, au moins de facto, subordonnées aux obligations de stabilité, car ces dernières sont couvertes par des garanties conjointes et solidaires²¹. L'ampleur de l'émission nationale de chaque État membre dépendrait de celle qui a été convenue pour l'émission commune d'obligations de stabilité et des besoins globaux de refinancement de l'État concerné. Selon la taille des marchés et le volume des émissions d'obligations nationales résiduelles et la qualité du crédit du pays, ces obligations nationales auraient une liquidité et des caractéristiques de

¹⁹ Voir Delpla, J. et von Weizsäcker, J. (2010). Ils ont proposé un plafond d'endettement de 60 % du PIB, motivé par les critères de Maastricht.

²⁰ Comme dans l'approche n° 1, l'émission d'obligations de stabilité pourrait être menée de manière décentralisée, mais elle serait sans doute gérée plus efficacement par un bureau de gestion centrale de la dette.

²¹ Ce statut subordonné des obligations nationales peut uniquement s'appliquer aux nouvelles obligations nationales, à savoir celles qui ont été émises après l'introduction des obligations de stabilité. Inversement, les «anciennes» obligations nationales devraient bénéficier du même statut que les obligations de stabilité, car une modification de leur statut équivaldrait, techniquement, à un défaut.

crédit spécifiques à chaque pays et par conséquent des rendements différents. Par ailleurs, puisque la majeure partie du risque souverain serait concentrée dans les obligations nationales, le risque de crédit serait amplifié²². L'intensification des pressions du marché sur l'émission nationale permettrait d'assurer la discipline du marché.

Les critères spécifiques permettant de déterminer les proportions relatives des obligations de stabilité et de l'émission nationale constitueraient un problème clé dans cette approche. Les principales options seraient les suivantes:

- *Un système simple fondé sur des règles:* Par exemple, chaque État membre pourrait avoir droit à un volume d'obligations de stabilité égal à un pourcentage déterminé de son PIB, qui pourrait correspondre au critère de 60 % stipulé dans le traité. Un aspect important à prendre en compte est le degré de concentration du risque de la part nationale (et subordonnée), qui dépend lui-même du volume de l'émission commune (plus la part de l'émission d'obligations de stabilité est élevée, plus le risque est concentré sur l'émission nationale résiduelle). Pour éviter un risque de crédit excessif concernant l'émission nationale, tout en offrant les avantages de liquidité de l'émission commune, il pourrait convenir de fixer le plafond à un niveau plus prudent.
- *Un système plus flexible lié au respect de politiques:* Le montant maximal de l'émission d'obligations de stabilité d'un État membre pourrait être fixé comme ci-dessus, mais le plafond serait lié en permanence au respect par l'État membre des règles et recommandations du cadre de gouvernance de la zone euro. Leur non-respect pourrait être sanctionné par un abaissement (éventuellement automatique) du plafond de la dette en obligations de stabilité de l'État membre concerné (voir également la section 3). Ce système servirait aussi de stabilisateur quasi-automatique de la qualité de crédit des obligations de stabilité, car la part respective des États membres peu performants sur le plan budgétaire seraient réduite.

La crédibilité du plafond de l'émission d'obligations de stabilité constituerait une considération clé. Une fois que les obligations bleues sont épuisées, les coûts de financement de l'État membre pourraient augmenter considérablement. Cela pourrait entraîner des pressions politiques visant à augmenter le plafond. À moins qu'il n'existe des garanties solides permettant de lutter contre de telles pressions, l'anticipation d'un plafond «flexible pourrait permettre d'éliminer en grande partie les effets en matière de discipline de l'approche bleu-rouge. Par conséquent, indépendamment des critères établis pour déterminer le plafond de l'émission d'obligations de stabilité, il serait essentiel que ce plafond soit maintenu et non ajusté de manière arbitraire, par exemple, pour répondre à des pressions politiques.

Cette approche en matière d'émission des obligations de stabilité est moins ambitieuse que l'approche de la complète substitution des émissions nationales décrite ci-dessus et procure de ce fait moins d'avantages sur les plans économique et financier. De par leur priorité eu égard aux obligations nationales et la structure de garantie, les obligations de stabilité présenteraient un risque de crédit très faible qui se refléterait par une notation de crédit élevée (c'est-à-dire la notation AAA). Le rendement des obligations de stabilité serait donc comparable aux rendements des obligations d'État AAA existantes dans la zone euro. Des avantages correspondants pourraient de ce fait être retirés en termes de stabilité financière

²² Delpla et von Weizsäcker soutiennent qu'en raison du risque élevé de défaut, la dette rouge devrait en grande partie rester à l'écart du système bancaire, en ne pouvant plus bénéficier des opérations de refinancement de la BCE et en étant soumise dans le système bancaire à des exigences strictes en matière de fonds propres.

de la zone euro, de transmission de la politique monétaire et du rôle de l'euro au plan international, bien que ces avantages soient inférieurs à ceux qui seraient retirés dans l'approche plus ambitieuse de la complète substitution des émissions nationales par l'émission des obligations de stabilité. Comme la phase de constitution progressive de l'émission des obligations de stabilité en vue d'atteindre son plafond convenu prendra vraisemblablement quelques années, tous les États membres pourraient disposer d'un accès très vaste aux marchés financiers pendant la phase de démarrage, en recourant aux obligations de stabilité. Ceci surmonterait les éventuelles difficultés auxquelles certains États membres sont confrontés en termes de liquidité tout en engendrant au cours de la même période les mêmes implications en termes d'aléa moral que celles discutées à la section 2.1 concernant l'approche de complète substitution. Puisque ces derniers États membres seraient contraints de revenir aux émissions nationales une fois le plafond des obligations de stabilité atteint, il conviendrait pour ces États de donner de nouvelles assurances garantissant qu'ils entreprendraient au cours de cette période les assainissements budgétaires et réformes structurelles nécessaires pour rassurer les investisseurs et conserver ainsi l'accès aux marchés au terme de la période d'introduction. Les rendements des nouvelles émissions obligataires nationales augmenteraient toutefois en raison de leur rang subordonné. En fin de compte, en supposant qu'une part raisonnablement élevée des obligations de stabilité ait été émise, le marché devrait être liquide, mais pas autant que si toutes les obligations de stabilité avaient été émises, étant donné que les obligations nationales résiduelles occuperaient aussi une certaine part de marché.

D'autre part, les conditions préalables à l'émission des obligations de stabilité relevant de cette approche seraient légèrement moins contraignantes. La fixation d'un plafond pour l'émission d'obligations de stabilité contribuerait à réduire l'aléa moral en maintenant une certaine discipline par le biais des émissions nationales résiduelles. Le lien existant entre l'aléa moral, la discipline de marché et le risque de contagion dans la fixation du plafond correct des obligations de stabilité n'est toutefois pas direct. Un plafond relativement bas des obligations de stabilité (qui implique une grande quantité d'émissions nationales résiduelles) limiterait l'aléa moral mais pourrait laisser les États membres qui ont aujourd'hui une dette élevée vulnérables face au risque de défaut catastrophique en ce qui concerne leurs émissions nationales. Un défaut catastrophique de cette nature propagerait le risque de contagion à l'ensemble de la zone euro. Un plafond relativement élevé des obligations de stabilité (qui implique une faible quantité d'émissions nationales résiduelles) impliquerait un risque plus élevé d'aléa moral mais autoriserait la possibilité de défaut d'un État membre, avec des effets moins catastrophiques et des risques de contagion moindres pour la zone euro dans son ensemble. Il conviendrait toujours de disposer d'un cadre robuste de maintien de la discipline budgétaire et de la compétitivité économique au niveau national pour soutenir l'émission des obligations de stabilité, bien que la discipline de marché conférée par le maintien des émissions nationales puisse impliquer un transfert de souveraineté moins brusque que dans l'approche de complète substitution par l'émission des obligations de stabilité. En attendant, le choix du plafond déterminerait aussi la qualité de crédit probable de l'obligation de stabilité. Un plafond relativement bas soutiendrait la qualité du crédit des obligations de stabilité en limitant le montant de la dette couverte par les garanties conjointes et solidaires plus fortes²³.

²³ La proposition de Bruegel, reprenant les critères de Maastricht à titre de référence, fixe le plafond à 60 % du PIB bien que d'autres propositions comportant des plafonds encore plus bas, aient été avancées. Il a en effet été allégué qu'un plafond suffisamment bas garantit pratiquement un risque de défaut nul sur les euro-obligations. Une hypothèse standard dans l'évaluation des risques de défaut est qu'en cas de défaut, 40 % de la dette est recouvrable. Si l'on applique ce raisonnement à la dette souveraine, un plafond inférieur à la valeur de recouvrement impliquerait que la dette émise dans le cadre d'un programme conjoint serait recouvrable en toutes circonstances.

La garantie conjointe et solidaire des obligations de stabilité nécessiterait presque certainement des modifications au traité.

Le processus de mise en place de cette approche pourrait à nouveau être organisé de différentes façons en fonction du rythme d'introduction souhaité. Dans le cadre d'une mise en place accélérée, une certaine part des obligations d'État de la zone euro en circulation serait remplacée par des obligations de stabilité à une date déterminée au préalable et à l'aide de facteurs déterminés au préalable. Une masse critique d'obligations de stabilité en circulation et un marché doté d'une liquidité suffisante, assortis d'une courbe de rendement de référence complète, seraient ainsi rapidement établis. Ceci impliquerait toutefois que la plupart des États membres atteignent les plafonds au moment de la transition et qu'ils continuent de faire appel aux marchés des capitaux par le biais d'obligations nationales. Dans les conditions actuelles du marché, certains États membres pourraient s'en trouver désavantagés. Dans une mise en place plus progressive, l'ensemble (ou la quasi-totalité) des nouvelles émissions brutes des États membres prendraient la forme des obligations de stabilité jusqu'à ce que le plafond de ces dernières soit atteint. Étant donné que l'émission d'obligations de stabilité devrait seulement (ou presque seulement) avoir cours pendant quelques années, cette approche contribuerait à alléger les pressions du marché et laisser aux États membres vulnérables le temps que les réformes prennent effet. La période de transition présente toutefois des enjeux spécifiques provenant du fait que les pays fortement endettés ont ordinairement des reports plus grands et plus fréquents. À moins que de nouveaux arrangements soient convenus, la substitution de leur dette par des obligations de stabilité à hauteur du plafond sera plus rapide que la moyenne tandis qu'en ce qui concerne les pays dont la dette est inférieure au plafond, le processus prendra plus de temps. Il en résulte que le risque individuel qu'une garantie conjointe et solidaire éventuelle couvrirait, serait biaisé à la hausse pendant la phase de transition tandis que de l'autre côté, l'effet de liquidité, qui compenserait les pays AAA, serait toujours faible. Il convient peut-être de refléter cette spécificité dans les accords de gouvernance. À titre d'exemple, une solution de remplacement pourrait être de fixer des plafonds annuels prédéfinis qui, à partir de zéro, seraient relevés progressivement jusqu'à la valeur souhaitée à long terme.

En raison de la nécessité d'apporter des modifications au traité, la mise en œuvre de cette approche pourrait, comme pour l'approche n° 1, être laborieuse bien que les moindres changements nécessaires à apporter à la gouvernance économique et budgétaire, du fait du rôle partiel joué par les marchés en termes de signalisation et de discipline, pourraient rendre le processus de mise en œuvre moins complexe et moins long.

Encadré 3: pacte de remboursement de la dette et obligations sûres

À titre d'exemple spécifique de l'approche de l'émission de substitution partielle, le Conseil allemand des experts économiques (GCEE) a présenté dans son rapport annuel 2011/12²⁴ une proposition concernant des obligations sûres faisant partie d'une stratégie de réduction de la dette à l'échelle de la zone euro, destinée à ramener le niveau de la dette publique en dessous du plafond des 60 % visé dans le traité de Maastricht.

L'un des piliers de la stratégie est le fonds connu sous le nom de «fonds de remboursement de la dette». Ce fonds de remboursement mutualiserait la dette publique qui dépasse 60 % du PIB

²⁴

Publication le 9 novembre 2011 à l'adresse

<http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, paragraphes 9 à 13 et 184 à 197.

individuel des États membres de la zone euro. Il reposerait sur une responsabilité conjointe. Chaque pays participant serait contraint, en vertu d'une trajectoire d'assainissement définie, de rembourser de façon autonome la dette transférée sur une période de 20 à 25 ans. La responsabilité conjointe au cours de la phase de remboursement signifie que des obligations sûres seraient ainsi créées. En pratique, le fonds de remboursement émettrait des obligations sûres et le produit serait utilisé par les pays participants pour couvrir leurs besoins de financement actuels préalablement convenus aux fins du remboursement des obligations en circulation et des nouveaux emprunts. Par conséquent, le transfert de la dette aurait lieu progressivement sur une période d'environ cinq ans. Les États membres ayant une dette supérieure à 60 % du PIB n'auraient donc pas à rechercher de financement sur le marché pendant la phase de déploiement pour autant qu'ils respectent la trajectoire de réduction de la dette préalablement convenue. Au terme de la phase de déploiement, les montants de dette en circulation dans la zone euro comprendraient: (i) la dette nationale à hauteur de 60 % du PIB d'un pays, et (ii) la dette transférée au fonds de remboursement de la dette dont le montant s'élèverait au solde de la dette au moment du transfert. Des questions ouvertes subsistent, concernant par exemple le risque du fonds et l'incidence sur le rang de subordination de facto découlant de la constitution de sûretés pour les obligations du fonds.

La proposition du GCEE concernant le pacte de remboursement de la dette combine une émission conjointe (provisoire) et des règles strictes en matière d'ajustement budgétaire. Ces obligations sûres ne constituent pas une proposition relative aux obligations de stabilité au sens du présent Livre vert, en ce sens que l'émission commune serait provisoire et s'appliquerait uniquement aux États membres ayant un ratio de la dette publique supérieur à 60 % de leur PIB. Le GCEE propose au contraire de mettre en place un outil de financement provisoire qui donnerait du temps et une marge de manœuvre financière à tous les États membres de la zone euro pour ramener leur dette en deçà des 60 % de leur PIB. Dès que cet objectif sera atteint, le fonds et les obligations sûres seront automatiquement liquidés. Les obligations sûres sont donc un outil de crise plutôt qu'un mode d'intégration permanente des marchés des obligations d'État de la zone euro. En dépit de son caractère provisoire, le pacte de remboursement de la dette pourrait contribuer à la résolution des problèmes actuels de surendettement.

2.3. Approche n° 3: Substitution partielle des émissions nationales par les émissions des obligations de stabilité assorties de garanties solidaires mais non conjointes

Dans cette approche, les obligations de stabilité ne remplaceraient aussi que partiellement les émissions nationales et seraient soutenues par des garanties proportionnelles des États membres de la zone euro²⁵. Cette approche diffère de l'approche n° 2 en ce sens que les États membres conserveraient la responsabilité de leur part respective de l'émission des obligations de stabilité ainsi que de leurs émissions nationales. Les questions concernant la scission entre les obligations de stabilité et les émissions nationales, notamment le choix du plafond de l'émission des obligations de stabilité, resteraient toutefois largement identiques.

La présente approche des obligations de stabilité donnerait moins d'avantages que l'émission conjointe mais nécessiterait aussi le respect d'un nombre moins grand de

²⁵ Cette approche a été envisagée dans le rapport du groupe Giovannini (2000) par le biais toutefois d'une émission décentralisée; plus récemment, elle a été avancée par De Grauwe et Moesen (2009), Monti (2010) et Juncker et Tremonti (2010).

conditions préalables. Du fait de la garantie solidaire, mais non conjointe, l'aléa moral serait modéré. Les États membres ne pourraient effectuer d'émissions qui tireraient parti d'une qualité de crédit éventuellement plus élevée d'autres États membres. Par ailleurs, le maintien de l'émission des obligations nationales exposerait les États membres à un examen approfondi et au jugement du marché qui auraient un effet dissuasif supplémentaire, et peut-être occasionnellement, fort face à un comportement irresponsable en matière budgétaire. Tandis que cette approche serait moins utile à la promotion de l'efficacité et de la stabilité des marchés financiers, son déploiement serait plus facile et plus rapide. En présence de garanties solidaires mais non conjointes, les États membres soumis à des primes de risque de marché élevées, tireraient bien moins parti de la solvabilité des États membres à bas rendement que dans l'approche n° 2 et que dans l'approche n° 1. En ce sens, la contribution éventuelle de l'approche n° 3 dans la réduction d'une crise de la dette souveraine dans la zone euro et ses implications éventuelles sur le secteur financier seraient beaucoup plus limitées. Toutefois, cette approche, du fait de sa durée de mise en œuvre bien plus rapide, pourrait, contrairement aux deux autres approches, contribuer à résoudre la crise actuelle de la dette souveraine.

La question essentielle concernant cette approche serait la nature de la garantie sous-jacente à l'obligation de stabilité. En l'absence d'un rehaussement de crédit quel qu'il soit, la qualité du crédit d'une obligation de stabilité soutenue par des garanties solidaires mais non conjointes, pourrait tout au plus revêtir la qualité moyenne (pondérée) du crédit des États membres de la zone euro. Elle pourrait même être déterminée par la qualité du crédit de l'État membre le moins bien noté, à moins qu'elle ne bénéficie d'une priorité crédible par rapport aux émissions nationales dans le cas de tous les États membres (voir ci-dessous). Ceci réduirait l'acceptation de l'instrument par les investisseurs et les États membres les mieux notés et compromettrait les avantages des obligations de stabilité, notamment leur stabilité en périodes de tensions financières.

Pour renforcer l'acceptation des obligations de stabilité dans le cadre de cette approche, la qualité des garanties sous-jacentes pourrait être rehaussée. Les États membres pourraient conférer la priorité au service de la dette des obligations de stabilité. Par ailleurs, les États membres pourraient apporter des sûretés, comme des réserves de liquidités ou d'or qui dépassent largement les besoins dans la plupart des pays de l'UE, ainsi qu'affecter des recettes fiscales spécifiques au service de la dette des obligations de stabilité. Plus que dans l'approche n° 2 où la partie conjointe est couverte par des garanties conjointes et solidaires, la faisabilité de cette option repose sur le rang supérieur de l'émetteur conjoint et sur une limite prudente fixée pour l'émission conjointe. Ceci renvoie à la nécessité d'une analyse prudente des implications de cette option pour les actuelles obligations en circulation, susceptibles de renfermer certaines clauses de restriction en matière de constitution de sûretés, et de l'identification de solutions appropriées.

Contrairement à des conditions ordinaires où le coût total de la dette d'un pays devrait rester constant ou diminuer, les frais marginaux de la dette s'élèveraient. Ceci devrait contribuer à contenir l'aléa moral et inciter la discipline budgétaire, même en l'absence de toute forme particulière de gouvernance ou surveillance budgétaire renforcée. L'obligation de stabilité servirait ainsi de lien et renforcerait l'efficacité du paquet de gouvernance nouvellement mis en place, si les montants à financer par le biais de l'émission conjointe sont fixés en rapport étroit avec les objectifs budgétaires fixés dans les programmes de stabilité, elle constituerait une forte incitation à réduire rapidement les niveaux d'endettement

globaux²⁶. Elle éliminerait aussi la nécessité d'une modification au traité à cet égard. Le maintien de la qualité de crédit de l'obligation de stabilité exigerait toutefois plus que probablement une législation dérivée pour établir le rang supérieur de l'obligation de stabilité.

Les solutions de remplacement concernant le traitement des obligations héritées, ainsi que leurs avantages et inconvénients respectifs, seraient semblables à celles décrites dans l'approche n° 2.

Cette option pourrait être mise en œuvre relativement rapidement. Cette option pourrait être envisagée sans nécessiter de modifications au traité de l'UE tandis que la législation dérivée pourrait contribuer à renforcer le principe de subordination. Par ailleurs, la substitution des émissions nationales par les obligations de stabilité ne serait que partielle.

2.3.1. Combinaison des approches

Étant donné que le champ d'application, l'ambition et la durée de mise en œuvre requise diffèrent selon les trois approches, celles-ci pourraient aussi être combinées. On peut considérer que l'approche n° 1 est la plus ambitieuse, car elle donnerait les meilleurs résultats en termes d'intégration de marché et de renforcement de la stabilité mais elle pourrait exiger une durée de mise en œuvre considérable. À l'inverse, l'approche n° 3 du fait de son champ d'application différent et de sa structure de garantie, semble mieux se prêter à un déploiement plus rapide. Il existe donc un certain conflit entre l'ambition des caractéristiques et le champ d'application des obligations de stabilité et le rythme possible de la mise en œuvre. Pour surmonter ce conflit, il serait possible de combiner les différentes approches sous formes d'étapes successives d'un processus de mise en œuvre progressive: une introduction relativement rapide reposant sur une approche partielle et une structure de garanties solidaires assortie d'un calendrier de mise en œuvre ultérieure de cet instrument et d'une gouvernance renforcée y relative. Une telle feuille de route politique de départ pourrait contribuer à garantir l'acceptation par le marché des obligations de stabilité dès le départ.

2.3.2. Incidences sur les États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro et les pays tiers

La participation au cadre des obligations de stabilité est généralement conçue pour les États membres de la zone euro²⁷. Ceci s'explique par le désir naturel des États membres d'émettre des titres d'emprunt et de maintenir les marchés dans leur propre monnaie et par le fait que des obligations électroniques pourraient faire partie d'un cadre d'intégration économique et politique renforcée. Ces États membres seraient toutefois touchés par l'introduction des obligations de stabilité, assortie d'un cadre de gouvernance économique renforcé. La stabilité financière de la zone euro encouragée par les obligations de stabilité stabiliserait aussi directement et considérablement les marchés et les établissements financiers de ces pays. Ceci vaudrait aussi pour tout pays tiers, dans la mesure où ce pays entretient des

²⁶ De même, bien que cette proposition laisse supposer la nécessité de modifier le traité, Bini-Smaghi a proposé une euro-obligation assortie de garanties proportionnelles tout en disposant du droit d'émettre de la dette transférée des États membres vers un organisme supranational. L'émission de la dette pourrait s'effectuer à hauteur de montants convenus par le Conseil dans le cadre de l'approbation annuelle des programmes de stabilité, ce qui ne permettrait pas d'émettre de dette pour couvrir les dépenses au-dessus de la limite de la dette fixée chaque année. De cette façon, un «frein à l'endettement» serait créé, ce qui contraindrait un pays à prendre une décision dans les plus brefs délais lorsque sa dette publique se rapproche trop de la limite convenue.

²⁷ Même si dans l'approche n° 3 notamment, la participation des États membres en dehors de la zone euro semble concevable.

relations économiques et financières avec la zone euro. Par ailleurs, la création par les obligations de stabilité d'un très grand marché de qualité pour les actifs sûrs, pourrait renforcer la concurrence entre les marchés financiers dans l'intérêt des investisseurs.

Tableau 1: aperçu des trois principales options

	(Option 1)	(Option 2)	(Option 3)
Principales caractéristiques			
– Degré de substitution des émissions nationales par les obligations de stabilité	Complet	Partiel	Partiel
– Structure de garantie	Conjointe solidaire	et Conjointe et solidaire	Solidaire (non conjointe) assortie de rehaussements
Principaux effets			
– sur les frais de financement moyens 1/ pour les obligations de stabilité dans leur ensemble 2/ selon les pays	1/ Effet positif moyen provenant d'une liquidité très élevée compensée par un fort aléa moral 2/ Forte migration des avantages des pays mieux notés vers les pays moins bien notés.	1/ Effet positif moyen du fait d'une liquidité moyenne et d'un aléa moral limité 2/ Migration réduite des avantages des pays mieux notés vers les pays moins bien notés. Certaines tensions de marché sur les États membres connaissant un endettement élevé et des notations de crédit à risques.	1/ Effet positif moyen, effet de liquidité moindre et meilleures politiques encouragées par une meilleure discipline de marché 2/ Absence d'effet en fonction des pays. Tensions de marché accrues sur les États membres connaissant un endettement élevé et des notations de crédit à risques.
– sur l'aléa moral éventuel (en l'absence d'une gouvernance renforcée)	Élevé	Moyen, mais fortes incitations à la discipline budgétaire exercées par le marché.	Bas, fortes incitations à la discipline budgétaire exercées par le marché
– sur l'intégration financière en Europe	Élevé	Moyen	Moyen
– sur l'attractivité internationale des marchés financiers de l'UE	Élevé	Moyen	Moyen
– sur la stabilité des marchés financiers	Élevé	Élevé, mais certaines difficultés en cas de niveaux insoutenables des émissions nationales	Faible, mais contribuera peut-être à résoudre la crise actuelle en raison de sa mise en œuvre rapide.

<i>Considérations juridiques</i>	Modifications probables du traité	Modifications probables du traité	Aucune modification au traité requise. Une législation dérivée peut s'avérer utile.
<i>Durée de mise en œuvre minimale requis</i>	Longue	Moyenne à longue	Courte

3. CADRE BUDGETAIRE POUR LES OBLIGATIONS DE STABILITE

3.1. Contexte

Le cadre de surveillance budgétaire a déjà été renforcé par la récente réforme du PSC, y compris les nouveaux mécanismes d'exécution. En outre, il devrait encore se renforcer prochainement, en particulier pour les États membres de la zone euro sous PDE et/ou qui demandent ou bénéficient d'une assistance financière, conformément aux conclusions récentes des chefs d'États et de gouvernements de la zone euro et à la proposition faite par la Commission de deux nouveaux règlements basés sur l'Article 136:

- la proposition d'un règlement relatif aux dispositions communes pour contrôler et évaluer les projets de plans budgétaires et s'assurer de la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro poursuit le triple objectif de (a) compléter le semestre européen par une chronologie budgétaire commune visant une meilleure synchronisation des étapes clés dans la préparation des budgets nationaux ; (b) compléter le système de surveillance multilatérale des politiques budgétaires (le volet préventif du PSC) par des exigences de contrôles supplémentaires afin de s'assurer que les recommandations de l'UE en matière de politique budgétaire soient intégrées correctement dans les préparatifs budgétaires nationaux et (c) compléter la procédure de correction d'un déficit excessif d'un État membre (le volet correctif du PSC) par un contrôle plus rapproché des politiques budgétaires des États membres faisant l'objet d'une procédure de déficit excessif afin de garantir une correction durable des déficits excessifs;
- la proposition de règlement sur la surveillance renforcée garantit qu'un État membre de la zone euro fasse l'objet d'une surveillance accrue lorsqu'il se trouve ou risque de se trouver face à de graves difficultés financières, avec pour objectif d'assurer son retour rapide à une situation normale et de protéger les autres États membres de la zone euro contre d'éventuels effets d'entraînement négatifs.

Ces deux nouveaux règlements, associés aux changements en profondeur issus de la réforme du PSC, constituent une base solide pour une plus grande coordination de la politique budgétaire des États membres de la zone euro.

Cependant, les obligations de stabilité créent un risque d'aléa moral et nécessitent un renforcement plus important du cadre, selon l'option choisie. On peut identifier trois dimensions à un tel cadre renforcé:

- Une surveillance accrue et une ingérence dans la préparation et la mise en œuvre de politiques budgétaires nationales seraient garanties au-delà des propositions récentes. En outre, le service des obligations de stabilité serait totalement assuré.
- Dans le même temps, l'existence même des obligations de stabilité pourrait réformer fondamentalement les processus budgétaires, notamment via les mécanismes d'allocation, et offrir un outil pour appliquer effectivement un cadre réglementaire aux politiques budgétaires.
- Des conditions budgétaires pourraient être imposées pour entrer dans le système des obligations de stabilité, avec pour effet le renforcement de la crédibilité des deux plans d'ajustement actuels et cela, en vitesse de croisière.

3.2. Surveillance accrue et ingérence dans les politiques budgétaires nationales

Les réformes récentes et à venir de la surveillance constituent une base saine pour limiter ces risques, mais ce n'est pas suffisant. Un tel renforcement du cadre pourrait s'appliquer à la surveillance de l'UE et aux cadres budgétaires nationaux.

En vertu des modifications actuellement en cours de discussion, cela impliquerait un examen plus approfondi des projets de budget, non seulement pour les pays ayant de graves difficultés budgétaires mais aussi pour tous les États membres participants. L'approbation des budgets par l'UE pourrait être nécessaire pour les États membres participants dans certains cas, comme des niveaux d'endettement ou de déficit élevés. Un cadre de contrôle plus strict de l'exécution du budget serait en outre exigé. Ce dernier pourrait comprendre un reporting régulier lors de «rendez-vous budgétaires, la mise au point de mécanismes d'alertes basés sur des tableaux de bord fiscaux et une véritable possibilité de corriger des dérapages en cours d'exécution, par exemple en planifiant de manière explicite des réserves budgétaires ex ante et en conditionnant l'entrée en vigueur de nouvelles mesures coûteuses à une exécution conforme.

Les cadres fiscaux nationaux seront renforcés à relativement court terme par la mise en application de la Directive sur les cadres fiscaux (qui pourrait dans les faits être accélérée). Il est en outre question d'aller plus loin, entre autres en introduisant des règles qui traduisent le cadre du PSC dans les législations nationales, de préférence au niveau constitutionnel, et avec des mécanismes d'exécution adéquats. Parmi d'autres renforcements clés possibles des cadres nationaux, citons l'adoption de cadres contraignants à moyen terme, l'évaluation des hypothèses sous-jacentes des budgets nationaux par des organes indépendants et des mécanismes de coordination efficaces entre les différents niveaux des administrations publiques. En ce qui concerne ce dernier point, la mise en commun de la dette au niveau européen peut fournir une raison supplémentaire de rapprocher la gestion de la dette des sous-secteurs des administrations publiques.

Les cadres nationaux ont également un rôle important à jouer dans le soutien de la surveillance au niveau de l'UE. Par exemple, une chronologie commune dans la préparation des budgets faciliterait la surveillance de l'UE (et pourrait même s'avérer nécessaire pour planifier l'allocation des obligations de stabilité dans la pratique). De même, un contrôle efficace de l'exécution des budgets au niveau de l'UE s'articule autour d'arrangements nationaux adéquats dans cette optique, ce qui pourrait nécessiter l'adoption de normes communes de contrôle et de publication.

Il faudrait mettre en place un système qui garantisse de manière crédible le service complet de la dette de tous les États membres qui bénéficient de l'émission d'obligations de stabilité. Ceci implique que le service des obligations de stabilité, ou plus particulièrement le paiement des intérêts de l'émission commune, ne devrait en aucun cas être remis en question. Une possibilité pour arriver à cette fin serait de garantir un pouvoir d'ingérence étendu au niveau de l'UE dans les cas de difficultés financières sévères, y compris la possibilité de mettre l'État membre défaillant sous une forme «d'administration. Une autre possibilité, comme déjà mentionné dans la section précédente, qui attenterait moins à la souveraineté nationale, serait d'introduire pour les pays participants une clause de priorité du service de la dette dans le système des obligations de stabilité sur toute autre dépense des budgets nationaux. Ce type de règle devrait avoir une force légale contraignante, vraisemblablement de niveau constitutionnel. En outre et conformément à cela, les dettes

envers le système d'obligations de stabilité devraient primer sur les (autres) émissions nationales, le cas échéant.

3.3. Les obligations de stabilité comme composantes d'un cadre budgétaire amélioré

Si les obligations de stabilité génèrent des risques d'aléa moral, elles sont aussi susceptibles de modifier en profondeur les conditions dans lesquelles les politiques budgétaires sont mises au point et exécutées. Ceci notamment parce que la guidance européenne des politiques budgétaires nationales serait traduite en chiffres tangibles par le processus même de détermination des allocations d'emprunt aux États membres participants. En effet, le fonctionnement des obligations de stabilité, selon toutes les options discutées, nécessiterait une détermination ex ante des plafonds d'emprunt nationaux, ce qui cadrerait alors ou du moins affecterait les budgets nationaux, particulièrement dans les options de grande envergure (à savoir l'approche n° 1 plus haut) où les obligations de stabilité seraient supposées couvrir la totalité ou la plus grande partie des nouveaux besoins de financement des pays participants. Dans cette optique, les obligations de stabilité pourraient être considérées non seulement comme une source potentielle d'aléa moral, mais aussi comme le moteur d'une meilleure coordination des politiques budgétaires par la mise en œuvre effective d'un cadre basé sur des règles.

Si les obligations de stabilité devaient constituer la totalité ou la majeure partie des finances publiques (voir l'approche n° 1), des principes clairs devraient guider le cadre pour les allocations selon le concept des obligations de stabilité :

- (1) *Les allocations maximales devront être basées sur des règles budgétaires suffisamment solides*, dans le cadre du PSC qui offre une base naturelle. Les règles fourniraient ainsi des stimulants forts pour un comportement budgétaire responsable.
- (2) *Ces directives devraient prévoir un degré de flexibilité* permettant de faire face à des développements inattendus et de minimiser le risque de politiques procycliques. Une question clé serait de savoir si cette flexibilité budgétaire permettant de résister aux chocs, soit spécifiques à un pays, soit au niveau de la zone euro, serait fournie par une émission additionnelle d'obligations de stabilité ou devrait reposer sur une émission nationale (pour autant qu'elle soit encore possible). Plus on admet de flexibilité dans le système, plus grand est le besoin de mécanismes contraignants (comme des comptes de contrôle) afin de s'assurer que cette flexibilité soit maintenue dans les limites admises et évite un «gonflement de la dette».
- (3) *Les règles doivent aussi être susceptibles d'incorporer une certaine forme de «réponse graduelle à une mauvaise évolution budgétaire*. Cette graduation pourrait prendre la forme d'une surveillance renforcée, d'une ingérence dans les politiques budgétaires, comme envisagé plus haut.

En outre, des stimulants fiscaux à l'application de politiques budgétaires raisonnables pourraient être érigés en système. Tandis que les rendements des obligations de stabilité seraient déterminés par le marché, les coûts de financement pourraient faire l'objet d'une différenciation entre les États membres selon leurs positions ou leurs politiques budgétaires, ou la confiance dont les marchés les créditent, comme c'est le cas pour les primes de risque des assurances nationales par rapport aux assurances communes. Cela stimulerait une politique budgétaire saine au sein du système et imiterait la discipline du marché, bien que de manière plus douce et plus cohérente que sur les marchés. De tels stimulants, qui existeraient

automatiquement dans l'option de «garanties multiples, pourraient être renforcés par des taux «punitifs en cas de dérapage par rapport aux prévisions.

3.4. Conditions budgétaires d'entrée dans le système

Afin d'appliquer le concept des obligations de stabilité en tant que véritables «obligations de stabilité, on pourrait aussi envisager l'établissement de conditions macroéconomiques et budgétaires à respecter par les États membres pour entrer et rester dans le système. Par exemple, les États membres pourraient se voir refuser l'accès aux obligations de stabilité s'ils n'ont pas respecté les engagements qu'ils ont pris dans le PSC ou lors d'un cadre budgétaire renforcé. Sinon, les États membres qui n'atteignent pas leurs objectifs fiscaux pourraient devoir fournir une couverture (additionnelle) pour une nouvelle émission d'obligation de stabilité ou pourraient se voir infliger une majoration d'intérêt. L'accès pourrait aussi être limité en fonction du degré de non-respect: toute divergence du budget général du gouvernement d'un pourcent du PIB pourrait réduire d'un certain pourcentage du PIB le droit d'émettre des obligations de stabilité.

Cette approche pourrait présenter un certain nombre d'avantages:

- Premièrement, dans la mesure où ils souhaitent être admis dans le système des obligations de stabilité, les États membres seraient davantage stimulés à mettre en œuvre les efforts d'assainissement et de réforme dans lesquels ils se sont déjà engagés, tout comme ils l'ont fait pour les efforts de convergence consentis lors de l'adoption de l'euro.
- Deuxièmement, les marchés financiers et les sociétés en général jugeraient les plans d'assainissement plus crédibles, face à la perspective des obligations de stabilité. De cette manière, la perspective d'une entrée dans le système des obligations de stabilité pourrait déjà accroître la confiance à relativement court terme. Ce regain de confiance pourrait, en fait, faciliter les ajustements fiscaux au sein de quelques pays.
- Enfin, la fixation de conditions budgétaires strictes pour l'admission et la participation continue pourrait contribuer à diminuer les ratios d'endettement et les besoins de financement avant que les pays respectifs participent aux obligations de stabilité. Les primes de risque et les rendements des obligations de stabilité pourraient ainsi être réduits.

Cette approche obligerait les États membres à conserver des possibilités de financement résiduel, au cas où ils ne rempliraient pas ces conditions. Par conséquent, les obligations de stabilité ne se substitueraient pas nécessairement à l'ensemble des émissions d'obligations des États membres de la zone euro. Il y aura lieu également de désigner une institution ou un organisme chargé de contrôler la conformité avec ces critères d'admission (par exemple, mais pas nécessairement, le BGD).

4. ASPECTS RELATIFS A LA MISE EN ŒUVRE

4.1.1. Structure organisationnelle

Un certain nombre d'aspects techniques devraient être définis en ce qui concerne l'organisation de l'émission des obligations de stabilité. Il conviendrait notamment de déterminer la structure institutionnelle des opérations de financement, c'est-à-dire de décider si un bureau de gestion de la dette (BGD) doit être mis sur pied ou si les fonctions essentielles peuvent être assurées de manière centralisée par les Trésors et les BGD nationaux. Eu égard à

l'approche décentralisée, l'émission devrait être menée à bien selon des modalités et des procédures uniformes, et exigerait un degré élevé de coordination. Une approche centralisée éviterait la coordination des émissions d'obligations mais nécessiterait encore la transmission d'informations détaillées et fiables sur les besoins de financement des États membres pour permettre la planification des émissions. En ce qui concerne la configuration de l'agent émetteur central, plusieurs options sont envisageables, notamment les suivantes: (a) la Commission européenne pourrait servir de BGD, ce qui permettrait une introduction rapide de l'obligation de stabilité et l'utilisation de l'instrument pour gérer la crise actuelle; ou (b) le FESF/MES pourrait être transformé en un BGD à grande échelle; ou (c) un nouveau BGD de l'UE, qui aurait besoin d'un peu de temps pour devenir opérationnel, pourrait être créé²⁸. Le coût administratif exact de l'introduction des obligations de stabilité ne peut être calculé si tous les autres détails ne sont pas préalablement définis. Leur ampleur aurait également un impact sur le budget des États membres.

Un aspect technique important serait la manière dont un BGD centralisé réaffecterait les fonds réunis par les États membres. En principe, il y aurait deux options, qui pourraient également être combinées: (a) réaffectation sous la forme de prêts directs, en vertu desquels l'État membre recevrait son financement par le biais d'une convention de prêt; et (b) l'achat direct de toutes les obligations d'État, ou de la quantité convenue, aux États membres par le BGD sur le marché primaire. La seconde option permettrait au BGD d'acquérir aussi, si besoin est, l'encours de la dette publique sur le marché secondaire.

Le remboursement des obligations doit également être organisé. Pour ce faire, le plus simple serait que les autorités nationales effectuent des virements à l'agent émetteur, lequel organiserait le remboursement aux détenteurs d'obligations. Afin que les acteurs du marché puissent être sûrs que le service de la dette soit toujours garanti et qu'il n'y ait aucun retard de paiement, le BGD devrait disposer d'un flux de revenus stable et prévisible. Il reviendrait aux États membres de garantir les responsabilités de cet organisme, mais il conviendrait aussi de vérifier si cela s'avère suffisant ou si des réserves de liquidités additionnelles sont nécessaires. Les bureaux de gestion de la dette nationaux actuels font partie des institutions budgétaires nationales et sont autorisés par les autorités gouvernementales à prélever l'impôt. Un bureau de gestion de la dette de niveau supranational n'aurait pas ce lien direct avec les recettes fiscales, ce qui est susceptible de réduire l'acceptation, par le marché, des instruments de la dette qui devront être émis.

Même avec des obligations de stabilité, une gestion des liquidités des États membres serait nécessaire. Dans la pratique, il serait presque impossible de concevoir une émission d'obligations susceptible de correspondre parfaitement aux flux de paiements des États membres. Il serait dès lors nécessaire de compléter l'émission d'obligations de stabilité par une gestion quotidienne des liquidités, qui pourrait être confiée aux autorités nationales. Une option serait que l'émission des obligations de stabilité soit centrée sur les besoins de financement à moyen terme et que les autorités nationales gèrent leurs profils de paiement par des dépôts et des prêts ou des titres de créance à court terme. Quelle que soit la structure organisationnelle, des procédures visant à coordonner les plans de financement des différents États membres devraient être mises au point, afin de créer des émissions modèles et de constituer une courbe de rendement de référence complète.

²⁸ On pourrait envisager, à titre transitoire, une agence de la Commission composée de personnel de la Commission et de personnel temporaire du BGD national qui serait transformée ultérieurement, si nécessaire, en BGD.

4.1.2. Relations avec le MES

La constitution d'un agent pour l'émission conjointe des obligations de stabilité pour les États membres de la zone euro pourrait garantir une clarification de la division des tâches au sein du mécanisme européen de stabilité. En principe, deux positions peuvent être adoptées: le MES pourrait être considéré comme sensiblement redondant, car une émission conjointe, combinée à un renforcement des règles de surveillance budgétaire, pourrait jouer un rôle d'organisation du financement ordinaire pour les gouvernements des États membres, et du financement additionnel exceptionnel au cas où un État membre serait en proie à de graves difficultés. Toutefois, le fait de mélanger les rôles de gestion de la dette et de financement d'urgence pourrait s'avérer sous-optimal et déboucher sur une confusion des rôles, un affaiblissement des stimulants et de la gouvernance et une institution financière excessivement complexe. C'est pourquoi le MES pourrait conserver son rôle d'émetteur distinct de titres de créance en vue d'organiser et de satisfaire les besoins de financement exceptionnels.

Le choix d'interaction avec le MES dépendrait également de l'option respective pour les obligations de stabilité. Le MES pourrait être considéré comme relativement redondant dans le cas de l'approche n° 1 des obligations de stabilité. Cette approche prévoit une couverture quasi-totale des besoins de financement par les États membres, et éventuellement des besoins de financement additionnels exceptionnels. La situation semble beaucoup moins claire dans le cas des approches 2 et 3, selon lesquelles les États membres continueraient à émettre des obligations nationales parallèlement à l'émission conjointe d'obligations de stabilité. Il serait même envisageable d'utiliser le cadre du MES dans les premières étapes de la création du système des obligations de stabilité. Comme le MES sera fondé sur plusieurs garanties des États membres, l'introduction progressive des obligations de stabilité sur la base de garanties individuelles (et non conjointes), c'est-à-dire en fonction de l'approche n° 3, pourrait être encadrée par le financement et l'émission du MES, ce qui dépasserait son rôle actuel de fournisseur d'aide financière exceptionnelle. En principe, des garanties conjointes et solidaires pourraient être appliquées au MES lors d'une étape ultérieure.

4.1.3. Régime juridique de l'émission

Il convient également de considérer le régime juridique approprié qui régit l'émission des obligations de stabilité. Actuellement, les obligations d'État sont émises conformément à la législation nationale. Pour les émissions d'obligations internationales, le droit anglais ou, s'il s'agit du marché américain, le droit de l'État de New York est souvent utilisé. Il n'existe pas de droit équivalent au sein de l'UE, susceptible de régir l'émission des obligations de stabilité. Bien que la pratique courante consiste à se référer au droit étranger pour les émissions d'obligations internationales, un problème peut se poser si l'ensemble de la dette publique a été couverte par le droit anglais ou américain, étant donné que l'approche de la jurisprudence anglo-saxonne est différente de celle du système juridique de nombreux États membres. Le tribunal compétent devrait également donner son accord.

4.1.4. Documentation et conventions de marché

Une décision concernant les options de financement, les caractéristiques de la sûreté et les conventions de marché serait nécessaire. Pour un émetteur établi, les enchères seraient l'option d'émission privilégiée. La syndication présente l'avantage que le secteur financier participe à la commercialisation des instruments et l'évaluation d'une sûreté est plus prévisible. De plus, des sommes généralement plus importantes peuvent être placées par le

biais de la syndication, car elle touche également les investisseurs de détail. Il conviendra en outre de déterminer les diverses caractéristiques de la sûreté et les conventions de marché. Les plus importantes de ces caractéristiques et conventions sont abordées à l'annexe 4.

4.1.5. Aspects comptables

Un autre aspect nécessitant des éclaircissements complémentaires est le traitement des obligations de stabilité au regard des règles comptables nationales. Il convient, tout particulièrement, d'examiner la manière dont les ratios dette/PIB nationaux seraient affectés par les obligations de stabilité, selon les différentes structures de garantie. La nature de toute nouvelle entité émettrice sera également un aspect important à prendre en considération.

5. CONCLUSIONS ET VOIE A SUIVRE

L'émission conjointe d'obligations de stabilité par les États membres de la zone euro présente des avantages potentiels importants. Cela permettrait notamment de renforcer le marché intérieur et d'optimiser le fonctionnement des marchés de capitaux, d'accroître la stabilité et la résistance au choc du secteur financier et des financements publics, de rehausser l'attrait des marchés financiers de la zone euro et de l'euro à l'échelle mondiale et de réduire les effets du pessimisme démesuré prévalant sur les marchés quant aux coûts de la dette souveraine.

Toutefois, l'introduction d'obligations de stabilité comporte également des enjeux conséquents. Ils devront être abordés de manière convaincante si l'on souhaite en tirer tous les bénéfices et éviter tous les effets nocifs potentiels. Il conviendra notamment de définir un cadre suffisamment solide de discipline budgétaire et de compétitivité économique à l'échelon national, ainsi qu'un contrôle plus intrusif des politiques budgétaires nationales par l'UE, en particulier pour les options assorties de garanties conjointes et solidaires, dans le but de limiter l'aléa moral entre les États membres de la zone euro, de soutenir la qualité du crédit des obligations de stabilité et de garantir la sécurité juridique.

Les nombreuses options pour l'émission conjointe d'obligations de stabilité se répartissent en trois approches globales. Ces approches supposent la substitution complète de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale assortie de garanties conjointes et solidaires, une substitution partielle de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale assortie de garanties similaires et une substitution partielle de l'émission d'obligations de stabilité à l'émission nationale assortie de garanties solidaires. Ces options imposent différents arbitrages entre les bénéfices escomptés et les conditions préalables.

Les diverses options imposeraient, entre autres, des différences de calendrier de mise en œuvre du fait de la disparité des niveaux de changement requis dans le Traité de l'UE (TFUE). L'approche n° 1 dont la portée est la plus vaste imposerait le plus de changements et de préparations administratives au Traité, tant à cause de l'introduction des obligations conjointes en tant que telle qu'en raison du renforcement simultané de la gouvernance économique. L'approche n° 2 nécessiterait également un calendrier très long. En revanche, l'approche n° 3 semble accessible sans apporter de changements importants au Traité, ce qui raccourcit le calendrier de mise en œuvre.

Les recommandations et les conclusions du présent document restent de nature exploratoire. La liste des questions à prendre en considération n'est pas nécessairement

exhaustive. En outre, de nombreux bénéfices et enjeux potentiels ne sont présentés qu'en termes qualitatifs. Une quantification détaillée de ces divers aspects serait intrinsèquement complexe et exigerait davantage d'analyses et de données de part et d'autre. Les problèmes à résoudre ou les décisions à prendre sont souvent identifiés, mais demeurent entiers.

Il est indispensable d'obtenir davantage de travaux d'analyse et de consultations pour faire progresser cette question. Plusieurs des concepts stratégiques, des objectifs et des bénéfices possibles, des exigences et des enjeux de la mise en œuvre méritent une réflexion et une analyse plus poussées. Les opinions des principales parties concernées, à cet égard, sont fondamentales. Les États membres, les opérateurs du marché financier, les associations du secteur des marchés financiers, les universitaires, au sein de l'UE et au-delà, et le grand public doivent notamment être consultés de manière adéquate. Le processus de suivi de l'éventuelle création d'obligations de stabilité rendra compte des conclusions de cette consultation.

Par conséquent, la Commission a décidé de lancer une vaste consultation²⁹ au sujet de ce Livre vert, jusqu'au [8 janvier 2012]³⁰. La Commission sollicitera l'opinion de toutes les parties concernées, telles que définies ci-dessus, ainsi que le conseil d'autres institutions. Sur la base de ces commentaires, la Commission fera part de son point de vue quant à la voie à suivre avant [mi-février 2012].

²⁹ Les commentaires peuvent être apportés par tous les moyens habituels, y compris une adresse électronique dédiée: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu; (page web :http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

³⁰ Pour respecter les délais de suivi, la dérogation à la durée habituelle de consultation, à savoir, huit semaines, se justifie par le fait que le concept d'obligations de stabilité/euro-obligations fait déjà l'objet de discussion étendues depuis très longtemps.

³⁰

Annexe 1: Principaux chiffres relatifs aux marchés des obligations d'État

État membre	Créances sur des administrations publiques			Dettes de l'administration centrale	Rendement des obligations d'État	Spread crédit	Notation de crédit:
	En milliards d'euros fin 2010	% du PIB fin 2010	% en euros fin 2010	% du PIB fin 2010	% annuel, 10 ans, 8 nov 2011	Points de base annuels; contrats à 5 ans ; 8 nov 2011	Standard & Poor's 8 nov 2011.
Belgique	340.7	96.2	4.4	87.7	4.3	292.9	AA+
Allemagne	2061.8	83.2	26.4	53.2	1.8	89.3	AAA
Estonie	1.0	6.7	0.0	3.3	s.o.	s.o.	AA-
Grèce	329.4	144.9	4.2	155.6	27.8	s.o.	CC
Espagne	641.8	61	8.2	52.3	5.6	400.1	AA-
France	1591.2	82.3	20.3	67.8	3.1	183.8	AAA
Irlande	148.0	94.9	1.9	94.3	8.0	729.7	BBB+
Italie	1842.8	118.4	23.6	111.7	6.8	520.7	A
Chypre	10.7	61.5	0.1	102.6	10.1	s.o.	BBB-
Luxembourg	7.7	19.1	0.1	17.4	s.o.	s.o.	AAA
Malte	4.3	69	0.1	68.9	s.o.	s.o.	A
Pays-Bas	369.9	62.9	4.7	57.3	2.2	99.6	AAA
Autriche	205.6	71.8	2.6	66.2	3.0	159.9	AAA
Portugal	161.3	93.3	2.1	91.2	11.6	1050.9	BBB-
Slovénie	13.7	38.8	0.2	37.3	6.0	304.25	AA-
Slovaquie	27.0	41	0.3	40.1	4.0	221.2	A+
Finlande	87.0	48.3	1.1	43.9	2.3	60.63	AAA
Zone Euro	7822.4	85.4	100	71.6	s.o.	s.o.	s.o.
<i>p.i. : ÉTATS-UNIS</i>	<i>10258</i>	<i>94.4</i>			<i>2.08</i>	<i>47.5</i>	<i>AA+</i>

Source: Eurostat, IMF, S&P, Bloomberg

Annexe 2: Bref aperçu de la littérature consacrée aux obligations de stabilité

Des universitaires, des analystes financiers et des décideurs ont publié de nombreux documents sur le concept d'euro-obligations (obligations de stabilité). Cette annexe propose une synthèse des contributions publiées à ce jour en les regroupant selon les grandes lignes des propositions.

- *Qualité du crédit et structure de la garantie*: La plupart des auteurs soulignent l'importance du statut de refuge que les euro-obligations devraient avoir et que leur notation devrait refléter. La qualité de crédit la plus élevée serait essentiellement garantie par une structure de garantie et/ou par un statut de priorité. La documentation laisse apparaître deux catégories de garanties de base à incorporer dans les euro-obligations: (i) conjointe et solidaire (Jones, Delpa et von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero et Missale, J.P. Morgan) pour laquelle chaque pays garantit chaque année l'émission de la totalité des euro-obligations et (ii) au pro rata (Juncker et Tremonti, De Grauwe et Moesen, BBVA) pour laquelle un pays ne garantit qu'une part fixe de l'émission. Favero et Missale soulignent le fait qu'une euro-obligation assortie de garanties conjointes et solidaires réduirait l'exposition à la propagation et à la contagion de la crise. D'autre part, les auteurs en faveur de la garantie au prorata avancent l'argument que cela réduit l'aléa moral. Capaldi combine une garantie au prorata avec un rehaussement du crédit (réserve de liquidités, surgarantie, capitaux, etc.) afin d'assurer la meilleure notation du crédit. Delpa et Weizsäcker, Barclays Capital et Dübel proposent de sécuriser la qualité du crédit des euro-obligations en leur conférant un rang supérieur à celui des obligations nationales. Ils avancent que même dans la situation extrême d'une défaillance d'emprunteurs souverains, la valeur de recouvrement serait suffisamment élevée pour honorer pleinement les obligations prioritaires. Dübel présente une approche légèrement différente d'assurance partielle des obligations souveraines (prioritaires) par le MES.
- *Aléa moral*: L'aléa moral provoqué par des mesures n'incitant pas suffisamment à la rigueur budgétaire constitue le principal argument contre les obligations de stabilité et la question la plus discutée de toutes les propositions (notamment par Issing). Certains auteurs suggèrent de limiter le volume des euro-obligations émises pour le compte des États membres, souvent en fonction du plafond d'endettement de 60 %, comme défini par le PSC. Tout emprunt additionnel devrait être financé par des obligations nationales. Delpa et von Weizsäcker examinent cette idée dans le concept d'obligations bleues. Ils suggèrent une répartition de l'émission en obligations bleues, à savoir très liquides et sûres (assorties de garanties conjointes et solidaires des pays participants) de premier rang et en obligations rouges, strictement nationales et subordonnées. L'établissement du cours des obligations rouges inciterait les gouvernements à contrôler leur budget. Dans le même ordre d'idée, Jones et Barclays Capital's proposent de limiter tant la dette que les déficits, ce qui permettrait une baisse progressive des ratios dette publique/PIB. Outre la limitation de l'émission des euro-obligations, Favero et Missale suggèrent de traiter la question de l'aléa moral à l'aide d'un régime de compensation basé sur l'indexation des intérêts payés par chaque État membre (selon sa prime de risque de crédit ou des paramètres fiscaux). Boonstra, De Grauwe et Moesen, BBVA et Natixis proposent plusieurs catégories de systèmes de gratification/sanction selon, notamment la capacité des différents États membres à réduire le déficit de leurs administrations publiques et leurs créances sur des administrations publiques.

- Tous les auteurs s'accordent sur le fait que le durcissement de la discipline budgétaire doit constituer la pierre angulaire de tout projet d'euro-obligations, indépendamment de sa portée ou de la structure de garantie. Hormis l'émission d'obligations rouges nationales, Favero et Missale suggèrent également de restreindre la participation aux États membres dotés de la meilleure notation de crédit ou de limiter l'émission à une catégorie d'instruments à faible risque, à court terme, comme les bons du Trésor. Barclays, BBVA, Delpla et von Weizsäcker, Eijffinger, Becker et Issing envisagent de créer des organes d'audit indépendants et d'autres, spécifiques à la zone euro, qui coordonneraient les politiques économiques et budgétaires. Le système complexe de Delpla et Weizsäcker conférerait l'allocation annuelle à un conseil indépendant pour la stabilité. Cette allocation serait ensuite entérinée par les parlements nationaux des États membres participants qui disposeraient de l'ultime pouvoir de décision budgétaire pour fixer les garanties mutuelles d'euro-obligations (obligations bleues). Tout pays qui refuserait l'allocation proposée s'engagerait à n'émettre aucune euro-obligation (obligations bleues) pendant l'année à venir et ne garantir aucune obligation bleue pendant l'année en question. Boonstra propose que les pays qui enfreignent les règles soient immédiatement sanctionnés, par ex. en perdant les financements du budget de l'UE et l'influence politique du droit de vote dans les organes de la BCE.
- *Aspects pratiques de l'émission*: La plupart des auteurs proposent la création d'une agence commune de la dette qui coordonnerait l'émission et gèrerait l'endettement. Les propositions de catégories d'obligations bleues et rouges laissent l'émission de la partie nationale de la dette au Trésor public concerné.
- *Portée des pays participants*: Becker énumère plusieurs options de participation aux euro-obligations. Elles pourraient inclure: (i) des obligations communes émises par les pays de même notation; (ii) des obligations conjointes spécifiques proches des obligations conjointes émises par certains Länder allemands; (iii) la participation à un bon du Trésor commun aux pays de l'UME affichant un assainissement budgétaire solide en période d'expansion économique, ou (iv) la promotion par l'Allemagne et la France d'un instrument liquide à court terme ou d'un marché européen conjoint réservé aux bons du Trésor.

Annexe 3: Vue d'ensemble des instruments existants liés

1. Union européenne

La Commission européenne gère actuellement, pour le compte de l'Union européenne, trois programmes dans le cadre desquels elle peut accorder des prêts en émettant des titres de créance sur les marchés des capitaux, généralement sur une base «back-to-back». Tous les mécanismes assurent un prêt souverain. L'Union européenne est autorisée par le traité sur le fonctionnement de l'UE à adopter des programmes d'emprunt et de garantie qui mobilisent les ressources financières afin de remplir son mandat.

- Dans le cadre du *programme BdP*, l'UE fournit une assistance financière aux États non-membres de la zone euro qui sont gravement menacés par des difficultés dans la balance des paiements (BdP) (art. 143 TFUE).
- Dans le cadre du *programme MESF*, la Commission européenne est autorisée à contracter des emprunts pour le compte de l'UE dans le but de financer des prêts consentis en vertu du mécanisme européen de stabilisation financière (règlement n° 407/2010 du Conseil du 11 mai 2010). Depuis décembre 2010, des programmes de soutien ont été convenus pour l'Irlande et le Portugal à concurrence de 22,5 milliards d'euros et de 26 milliards d'euros, respectivement.
- Le *programme AMF* octroie des prêts à des pays extérieurs à l'Union européenne. L'assistance macrofinancière (AMF) est un instrument financier axé sur une politique d'aide au redressement de la balance des paiements non liée et sans affectation particulière en faveur de pays tiers partenaires (art. 212 et 213 TFUE). Il prend la forme de prêts ou de subventions à moyen/long terme, ou d'une combinaison de ceux-ci, et complète le financement assuré dans le cadre d'un programme de réforme du Fonds monétaire international³¹.

Notation de crédit

La notation AAA de l'UE reflète plusieurs facteurs. Les emprunts sont des obligations directes et inconditionnelles de l'UE et sont garantis par tous les États membres de l'UE. Les ressources budgétaires proviennent presque entièrement des recettes versées par les États membres indépendamment des parlements nationaux, y compris des taxes et des droits sur les importations dans l'UE et des prélèvements sur les recettes de TVA et le RNB de chaque État membre. Sur cette base, les obligations émises par l'UE sont pondérées en fonction d'un risque zéro et peuvent être utilisées comme garantie à la BCE.

Pour tous les emprunts, les investisseurs sont en définitive exposés au risque de crédit de l'UE, pas à celui des bénéficiaires des prêts financés. Si un pays bénéficiaire devait se trouver en défaut, le paiement serait couvert par le budget européen (127 milliards d'euros en 2011). Les États membres de l'Union européenne sont légalement obligés par le traité de l'UE de fournir les fonds nécessaires au respect de toutes les obligations de l'UE.

Caractéristiques clés des émissions d'obligations de l'UE

L'UE a jusqu'à présent émis des obligations de référence dans le cadre de son programme européen d'émissions de billets de trésorerie à moyen terme (EMTN), dont la taille a été

³¹

Pour de plus amples informations, voir
http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

augmentée à 80 milliards d'euros pour tenir compte des émissions en vertu du MESF. La reprise des émissions de référence a commencé fin 2008, sous l'effet de la crise.

Avec l'activation du MESF pour l'Irlande et le Portugal, l'UE est devenue un fréquent émetteur de référence. Le plan d'emprunt total du MESF pour 2011 s'élève à 28 milliards d'euros environ (13,9 milliards d'euros pour l'Irlande, 14,1 milliards d'euros pour le Portugal; dans le cadre de la BdP et de l'AMF: environ 2 milliards d'euros). Le financement est exclusivement libellé en euros.

Comme l'aide de l'UE concerne le moyen terme, toutes les échéances sont généralement de 5 à 10 ans, mais elles peuvent être étendues à un éventail de 3 à 15 ans, voire occasionnellement 30 ans.

La rétrocession «back-to-back des prêts veille à ce que le budget européen ne subisse aucun risque de taux d'intérêt ou de change. En dépit de la méthodologie «back-to-back, le service de la dette de l'obligation incombe à l'Union européenne qui s'assurera que tous les paiements de titres obligataires sont effectués à temps.

En tant que fréquent emprunteur de référence, l'UE entend établir une courbe de rendement liquide conforme aux paramètres susmentionnés. L'UE engage des chefs de file pour assurer un marché secondaire actif, en indiquant en tout temps les prix d'achat et de vente, et surveille l'application de ces engagements.

Détermination du financement européen

Les prêts de l'UE sont financés exclusivement par des fonds collectés sur les marchés des capitaux et non par les autres États membres ni par le budget.

Les fonds collectés sont en principe prêtés au pays bénéficiaire sur une base «back-to-back, c.-à-d. avec les mêmes coupons, échéances et montants. Ce principe «back-to-back impose des contraintes aux émissions de l'UE, les caractéristiques des instruments financiers émis sont en effet définies par l'opération de prêt, ce qui implique qu'il n'est pas possible de financer une échéance ou un montant différent du prêt.

La décision du Conseil détermine le montant global du programme par pays, les versements et l'échéance moyenne maximale de l'enveloppe de prêts. La Commission et le pays bénéficiaire doivent ensuite convenir des paramètres du prêt/du financement, des versements et de leurs tranches. En outre, tous les versements du prêt à l'exception du premier dépendent du respect de diverses conditions politiques similaires à celles des programmes du FMI, ce qui constitue un autre facteur influençant le calendrier de financement. Cela implique que le calendrier et les échéances des émissions dépendent des activités de prêt de l'UE correspondantes.

Processus du MESF

- (4) Un État membre qui est menacé par une grave perturbation économique ou financière causée par des événements exceptionnels échappant à son contrôle peut demander l'aide de l'UE dans le cadre du MESF.
- (5) Le Conseil de l'UE décide par un vote à la majorité qualifiée, sur la base d'une recommandation de la Commission européenne.
- (6) L'État membre négocie un programme de redressement économique avec la Commission européenne, en liaison avec le FMI et la BCE.

- (7) L'État membre bénéficiaire négocie avec la Commission européenne les détails d'une déclaration commune d'intention (DCI) et d'une convention de prêt, et décide de la mise en œuvre.
- (8) Après la signature de la DCI et de la convention de prêt, et une demande de débours par l'État membre bénéficiaire, les fonds sont collectés sur les marchés des capitaux internationaux et la première tranche est libérée. Les tranches suivantes du prêt sont libérées, une fois que le Conseil de l'UE a évalué le respect de la conditionnalité du programme par l'État membre.

2. Fonds européen de stabilité financière (FESF)

Le Fonds européen de stabilité financière (FESF 1.0) a été créé par les États membres de la zone euro (EM ZE) suivant la décision prise par le Conseil ECOFIN le 9 mai 2010. Le FESF 1.0 a été fondé comme une société de droit luxembourgeois. Le but principal du FESF est de fournir une assistance financière aux États membres de la zone euro. En tant que partie du programme d'assistance global de 750 milliards d'euros, le FESF a reçu des garanties des États membres de la zone euro de 440 milliards au total pour la rétrocession de prêts aux États membres de la zone euro en difficulté financière, sous réserve de la conditionnalité dans le cadre d'un programme de redressement économique UE/FMI.

Capacité de prêt

Dans le cadre du FESF 1.0, la capacité de prêt réelle du FESF est limitée à 255 milliards d'euros afin de conserver la notation AAA des obligations du FESF (voir ci-dessous).

Notation de crédit

Le FESF 1.0 a reçu une notation AAA des agences de notation. Toutefois, en vertu de l'accord initial (FESF 1.0), celle-ci se fait au détriment d'une capacité de prêt réduite, comme chaque prêt du FESF doit être couvert par i) des garanties des titres souverains ayant la notation AAA; ii) un montant de trésorerie égal à la part applicable de la réserve de trésorerie du FESF; et iii) une réserve de liquidités de trésorerie spécifique aux prêts. La notation AAA se base essentiellement sur les quatre éléments suivants:

- (9) *Mécanisme de garantie:* Le contrat de garantie entre les États membres de la zone euro les oblige à émettre une garantie irrévocable et inconditionnelle pour les paiements du principal et des intérêts planifiés en raison des instruments de financement émis par le FESF. De plus, la garantie couvre jusqu'à 120 % de la part de chaque État membre de la zone euro de toutes les obligations du FESF (principal et intérêts), qui est toutefois plafonnée par les engagements de garantie respectifs, comme stipulé à l'annexe 1 de l'accord-cadre sur le FESF. Tout défaut de paiement serait couvert, en raison de ce plafond, par les réserves de trésorerie et la réserve de liquidités de trésorerie.
- (10) *Réserve de trésorerie:* Les fonds distribués à un emprunteur s'entendront nets des frais de service initiaux, qui sont calculés comme 50 pb sur le montant principal global de chaque prêt et sur la valeur nette actuelle de la marge de taux d'intérêt qui augmenterait sur chaque prêt au taux contractuel jusqu'à sa date d'échéance planifiée.
- (11) *Réserve de liquidités de trésorerie spécifique aux prêts:* Chaque fois qu'un prêt est accordé à un État membre, le FESF doit établir une réserve de liquidités de trésorerie

spécifique aux prêts, d'une taille telle que chaque prêt du FESF est intégralement couvert par des garanties ayant la notation AAA et un montant de trésorerie égal à la part applicable de la réserve de trésorerie du FESF plus cette réserve de liquidités de trésorerie spécifique aux prêts respective.

- (12) *Aide supplémentaire potentielle:* En vertu de l'accord-cadre sur le FESF, la taille du programme du FESF peut être modifiée moyennant un accord unanime des garants. Toutefois, la capacité du FESF ne peut être augmentée indéfiniment, car cela peut détériorer la position de crédit des titres souverains garantissant la notation AAA. Si l'un de ceux-ci perd sa notation AAA, la capacité du FESF serait diminuée du montant de garantie fourni par ce pays.

Les obligations émises par le FESF sont pondérées en fonction d'un risque zéro et sont éligibles «repos à la BCE. La notation de crédit du FESF peut être influencée négativement par une éventuelle détérioration de la solvabilité des États membres de la zone euro, surtout les garants ayant la notation AAA. Comme le FESF est solidairement garanti, un abaissement de la notation de crédit d'un seul titre souverain garantissant la notation AAA abaisserait la notation AAA du FESF, si aucun autre rehaussement du crédit n'est mis en place.

Conditionnalité

Toute assistance financière du FESF est liée à l'existence d'un programme de redressement économique, y compris à une conditionnalité politique stricte, tel que stipulé dans une déclaration commune d'intention (DCI). La Commission négocie la DCI avec le pays bénéficiaire, en liaison avec la BCE et le FMI.

Processus décisionnel

Les décisions relatives à l'octroi de fonds dans le cadre du FESF sont prises à l'unanimité.

3. Fonds européen de stabilité financière (FESF 2.0)

L'accord-cadre sur le FESF a été modifié afin de mettre la pleine capacité de prêt de 440 milliards d'euros à disposition.

Capacité de prêt

Dans le cadre du FESF 2,0, la capacité de prêt réelle du FESF est limitée à 440 milliards d'euros afin de conserver la notation AAA des obligations du FESF (voir ci-dessous).

Notation de crédit

Le FESF 2.0 a reçu une notation AAA des agences de notation. Pour augmenter la capacité de prêt réelle du FESF à un maximum de 440 milliards d'euros, l'accord-cadre sur le FESF a été révisé en vue d'accroître les garanties découlant des titres souverains ayant la notation AAA à 440 milliards d'euros. Dès lors, la notation AAA ne se base essentiellement que sur un élément, le mécanisme de garantie.

Ce contrat de garantie entre les États membres de la zone euro les oblige à émettre une garantie irrévocable et inconditionnelle pour les paiements du principal et des intérêts planifiés en raison des instruments de financement émis par le FESF. De plus, la garantie couvre jusqu'à 165 % de la part de chaque État membre de la zone euro de toutes les obligations du FESF (principal et intérêts), qui est toutefois plafonnée par les engagements de garantie respectifs, comme stipulé à l'annexe 1 de l'accord-cadre sur le FESF. Les obligations

émises par le FESF sont pondérées en fonction d'un risque zéro et sont éligibles repos à la BCE.

La notation de crédit du FESF peut être influencée négativement par une éventuelle détérioration de la solvabilité de tout État membre de la zone euro, surtout un des garants ayant la notation AAA. Comme le FESF est solidairement garanti, un abaissement de la notation de crédit d'un seul titre souverain garantissant la notation AAA abaisserait la notation AAA du FESF, si aucun autre rehaussement du crédit n'est mis en place.

Conditionnalité

Toute assistance financière du FESF est liée à une conditionnalité politique stricte, tel que stipulé dans une déclaration commune d'intention (DCI). La Commission négocie la DCI avec le pays bénéficiaire, en liaison avec la BCE et le FMI. Au-delà des prêts octroyés dans le cadre d'un programme de redressement macroéconomique, le FESF peut également accorder des lignes de crédit, exécuter des opérations sur les marchés obligataires primaires et secondaires, et consentir des prêts en dehors des programmes de recapitalisation des institutions financières.

Processus décisionnel

Les décisions relatives à l'octroi de fonds dans le cadre du FESF sont prises à l'unanimité.

4. Mécanisme européen de stabilité (MES)

Les 24 et 25 mars 2011, les chefs d'État et de gouvernement de l'UE ont approuvé la création du MES comme un mécanisme permanent de gestion de crise pour préserver l'euro et la stabilité financière en Europe. Le MES sera la plus grande institution financière internationale au monde, avec un capital de 700 milliards d'euros, dont 80 milliards d'euros seront versés. L'entrée en vigueur du MES était initialement prévue pour juillet 2013, mais devrait être avancée à la mi-2012.

5. Obligations communes des Länder allemands

Un segment spécial du marché obligataire des Länder (Etats fédérés) allemands est ce qu'on appelle les obligations jumbo. Il s'agit d'obligations émises par un groupe de Länder. Jusqu'à présent, 38 obligations jumbo ont été émises par des syndicats de cinq à sept Länder, à l'exception de l'obligation jumbo particulièrement importante de 1997 qui a été partagée par dix Länder. À ce jour, toutes les obligations jumbo ont été conçues comme des obligations classiques et le montant moyen des émissions est légèrement supérieur à 1 milliard d'euros, plus de sept fois le volume d'émission d'un Land moyen. Les participants au programme d'obligations jumbo sont principalement des Länder qui se distinguent soit par une superficie réduite, soit par une population peu élevée. Les obligations jumbo sont plus liquides que les obligations typiques des Länder, en économisant la part de trésorerie du Land de la prime du risque de liquidité en comparaison avec une obligation d'un émetteur unique assez réduite. Du point de vue des investisseurs, une obligation jumbo constitue une obligation structurée qui se compose de créances distinctes à l'égard des Länder participants en fonction de leur part dans l'émission commune. Les Länder sont par conséquent solidairement, mais pas conjointement, responsables de l'émission.

Caractéristiques des obligations

– Fréquence d'émission: généralement 2 à 3 émissions par an

- Échéances: 5-10 ans
- Volume: 1-1,5 milliard d'euros
- Un Land coordonne l'émission et agit en tant qu'agent payeur.

Notation de crédit

Les émissions reçoivent la notation AAA de Fitch. Historiquement, Fitch donnait jusqu'il y a peu des notations AAA à tous les Länder allemands en raison du Länderfinanzausgleich (il s'agit d'un processus d'égalisation qui constitue un mécanisme de solidarité et de garantie implicite entre les Länder et finalement l'Etat fédéral). Cela explique également les notations souvent divergentes entre Fitch et les autres agences. Remarquez que tous les Länder allemands ne sont plus notés par Fitch.

Selon Fitch, la notation AAA reflète la solvabilité individuelle des sept Etats fédérés allemands impliqués dans l'émission commune. Elle se base sur les solides mécanismes d'aide qui s'appliquent à tous les membres de la fédération allemande et sur les facilités de trésorerie étendues dont ils bénéficient, qui assurent un paiement à temps et assimilent la solvabilité des Länder à celle de la République fédérale d'Allemagne. Fitch note que les mécanismes d'aide s'appliquent uniformément à tous les membres de la fédération allemande: le gouvernement fédéral (Bund) et les 16 Etats fédérés. Les différences de performances économiques et financières des Etats fédérés sont dénuées de pertinence, comme tous les Länder bénéficient du même droit à une aide financière de la part du gouvernement fédéral en cas de détresse financière. Les obligations communes des Länder allemands sont pondérées en fonction d'un risque zéro et sont éligibles «repos à la BCE.

Annexe 4: Documentation et conventions de marché

Comme mentionné à la section 4, l'introduction d'une obligation de stabilité exigerait la définition de diverses caractéristiques de sécurité et des conventions de marché devraient être déterminées. Celles-ci incluraient probablement:

- Compétence en matière d'émission des obligations de stabilité: Les obligations du FESF et du MESF/UE sont émises en vertu du droit anglais, mais cela peut susciter une certaine résistance politique dans ce cas.
- Structure des échéances des titres: La stratégie de financement de l'obligation de stabilité doit être déterminée en vue i) de développer une émission de référence et une courbe de rendement, et ii) d'optimiser les coûts de financement, comme l'émission est plus coûteuse dans certains segments de la courbe de rendement que dans d'autres. L'émission de titres à court terme (bons du Trésor) augmenterait, outre des échéances plus longues, la flexibilité de la trésorerie et améliorerait considérablement l'accès au financement.
- Types de coupon (fixe, variable, zéro, lié à l'inflation): Pour introduire et faciliter le développement d'un statut de référence, il peut être préférable de se concentrer sur les structures de titres ordinaires. Cela faciliterait également le développement des instruments dérivés liés, en particulier les options et les opérations à terme.
- Bourse de cotation des titres: Les obligations du FESF et du MESF/UE sont actuellement cotées à la bourse du Luxembourg. En ce qui concerne l'obligation de stabilité, cela peut s'avérer trop limité même si la cotation sur plusieurs bourses impliquerait des coûts supplémentaires.
- Conventions de règlement: Ces conventions doivent être établies en vue de soutenir l'attrait des instruments, à savoir pour le titre à court terme avec t+1 (pour faciliter les objectifs de trésorerie à court terme) et pour les titres à plus long terme avec t+3 (pour minimiser le risque de défauts de règlement).
- Stratégie pour créer et maintenir une base d'investisseur: Des relations avec les investisseurs potentiels devraient être établies et pourraient exiger des décisions sur la pertinence de la création d'un groupe de spécialistes en valeur du Trésor, sur la manière dont le secteur de la distribution sera intégré, etc.
- Introduction des clauses d'action collective, pour permettre une procédure organisée afin de résoudre tout problème futur de solvabilité.

Références

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

Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, A proposal to restore euro area stability, 18 août 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, avril 2010

Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Discours à la Fondation hellénique pour la politique européenne et étrangère, Poros, 8 juillet 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, avril 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. et W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, mai/juin 2009, p.132 – 135.

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

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

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

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

Favero, C.A. et A. Missale (2010), EU Public Debt Management and Eurobonds, Chapter 4 in *Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform*, Parlement européen, Bruxelles

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011) Gemeinschaftsanleihen: Eurobonds erhöhen Zinslast um Milliarden, par Philip Plickert, 19 juillet 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, Francfort, 2009

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

Jones, E. (2011), Framing the Eurobond, ISPI Commentary, 1^{er} septembre 2011

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

Monti, M. (2010) A new strategy for the Single Market, At the service of Europe's Economy and society, rapport au président de la Commission européenne, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf

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

Prodi, Romano et Alberto Quadrio Curzio (2011), EuroUnionBond ecco ci che va fatto, Il Sole 24 hore, 23 août 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, 5 décembre 2010, <http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union>

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