



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 **euroområdets medlemsstater och villkoren för detta**². 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 återupptod 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 samtida 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 eurosystemet 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 höglikvid 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 Europaparlamentets 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 Delpia, 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 skuldminskingsplanen. 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) för stabilitetsobligationer som helhet 2) tvärnationellt	1) Medelstora positiva effekter av mycket stor likviditet, men med kraftigt överdrivet risktagande. 2) Stor omfördelning av fördelar från länder med högre kreditbetyg till länder med lägre kreditbetyg.	1) Medelstora positiva effekter av medelhög likviditet och mindre överdrivet risktagande. 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.	1) Medelstora positiva effekter, lägre likviditetseffekt och sundare politik på grund av bättre marknadsdisciplin. 2) Inga effekter tvärnationellt. Starkare press från marknaden på medlemsstater med hög skuldnivå och låga kreditbetyg.
– 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 skuldemittent 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 emittent, 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 förutsägbar. 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 innebär 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