



Grönbok om möjligheterna att införa stabilitetsobligationer

Finansdepartementet

2011-12-28

Dokumentbeteckning

KOM(2011) 818 slutlig

Grönbok om möjligheterna att införa stabilitetsobligationer

Sammanfattning

Den 23 november 2011 presenterade kommissionen en grönbok om möjligheterna att införa stabilitetsobligationer. Syftet med grönboken är att inleda ett offentligt samråd om möjligheten att euroländer genomför gemensam offentlig upplåning, dvs. gemensamt utfärda statsobligationer (stabilitetsobligationer). Tre alternativ för stabilitetsobligationer identifieras och diskuteras. Grönboken redogör för konsekvenser och eventuella problem som riskerar att uppstå vid ett införande.

Grönboken är föremål för en öppen konsultation fram till den 8 januari 2012. Därefter avser kommissionen värdera hur och om det är lämpligt att arbeta vidare med frågan.

Regeringen ser mycket kritiskt på tankarna att införa stabilitetsobligationer inom euroområdet.

1 Förslaget

1.1 Ärendets bakgrund

Mot bakgrund av debatten om att gemensam upplåning inom euroområdet kan åtgärda de likviditetsproblem som uppstått i flera medlemsstater begärde Europaparlamentet i juli en utredning av detta av kommissionen.

Tanken med grönboken är att inleda ett brett och offentligt samråd. Kommissionen önskar synpunkter på det förda resonemanget fram till den 8 januari. Därefter avser kommissionen värdera hur och om det är lämpligt att arbeta vidare med frågan.

1.2 Förslagets innehåll

I grönboken identifierar kommissionen alternativ, konsekvenser och problem som kan uppstå vid införande av stabilitetsobligationer. Huvudsakliga fördelar som kommissionen identifierar är att stabilitetsobligationer skulle ge en ökad stabilitet i euroområdet. Euroländer med höga obligationsräntor kan gynnas av andra euroländers starkare kreditvärdighet och lägre räntor. Trots att ett eventuellt införande riskerar att dra ut på tiden, kan ett beslut om gemensam upplåning påverka finansmarknadens förväntningar och därmed sänka den genomsnittliga finansieringskostnaden för medlemsstater med finansieringsproblem. För att denna effekt ska vara hållbar lyfter kommissionen fram att parallella åtaganden om starkare ekonomisk styrning, som säkerställer genomförandet av nödvändiga finanspolitiska och strukturella korrigeringar, krävs.

Vikten av att ekonomiska, juridiska och tekniska villkor måste uppfyllas för att hindra de eventuella nackdelarna som kan uppstå till följd av införandet av stabilitetsobligationer, betonas starkt av kommissionen. Detta kan innebära behov av fördragsändring och stora institutionella förändringar.

Kommissionens huvudalternativ

Kommissionen identifierar tre huvudalternativ för utfärdandet av stabilitetsobligationer; (1) euroländernas offentliga upplåning görs gemensamt baserat på en solidarisk garanti,¹ (2) en del av upplåningen görs gemensamt baserat på en solidarisk garanti eller att (3) en del av upplåningen görs gemensamt baserat på en delad garanti.

1. Det första alternativet som identifieras av kommissionen innebär att den gemensamma (solidariska) upplåningen fullständigt ersätter nationella emissioner. Hela euroområdets finansiering skulle därmed ske genom stabilitetsobligationer. Kommissionen pekar på att detta på ett effektivt sätt skulle kunna genomföras genom uppsättande av ett gemensamt skuldförvaltningskontor. Alternativet lyfts fram som det mest effektiva i avseendet att maximera fördelarna med stabilitetsobligationer. Därmed skulle man komma tillrätta med de likviditetsproblem som vissa euroländer erfarit.

¹ Solidarisk garanti innebär att en fordringsägare kan begära full betalning från samtliga av garantigivarna, dvs. i detta fall euroländerna. En delad garanti innebär däremot att varje garantigivare endast ansvarar för sin del av garantin.

Samtidigt lyfter kommissionen fram att detta alternativ skapar störst risk för minskad budgetdisciplin, då den egna budgetdisciplinen inte nödvändigtvis får konsekvenser för finansieringskostnader (risk för sk. moral hazard. Se 4.2).

2. För det andra alternativet som presenteras gäller samma solidariska garanti som för ovan. Däremot ersätter stabilitetsobligationerna endast en begränsad andel av nationella emitteringar (exempelvis 60 % av BNP med hänvisning till fördragskriteriet för storleken på bruttoskulden). Den resterande andelen skulle få finansieras i form av nationellt utgivna statsobligationer. Därmed skapas en tudelad euromarknad med dels gemensamma stabilitetsobligationer och dels nationella statsobligationer. Tillvägagångssättet skulle begränsa euroländernas tillgång till finansiering genom stabilitetsobligationer och därmed inte nödvändigtvis täcka hela finansieringsbehovet. Kommissionen understryker att alternativet bedöms kvarhålla pressen på marknaden (gällande nationella emitteringar) och bidra till budgetdisciplin. Effekten är dock i hög grad beroende av hur stora de relativa andelarna nationell respektive gemensam upplåning blir.

3. Kommissionens tredje alternativ avviker från de innan presenterade då den innebär att en del av upplåningen sker på gemensam basis med *delad garanti* (ej solidarisk). Varje euroland ansvarar således för en begränsad andel av garantin för stabilitetsobligationerna. Alternativet pekas ut som mindre effektivt eftersom euroländer som är utsatta för höga riskpremier gynnas avsevärt mindre. Samtidigt krävs färre villkor för införande, inte minst gällande reducering av ”moral hazard”, då effekten bedöms reduceras kraftigt.

Kommissionen identifierar även en möjlighet att kombinera alternativen. Alternativ ett bedöms vara det mest ambitiösa och ge bäst resultat i fråga om marknadsintegration och ökad stabilitet men är även det mest krävande alternativet. Alternativ tre har däremot betydligt lägre krav på förstärkt styrning och ökad integration och kan därför genomföras snabbare. Således pekar kommissionen på en kombination av alternativen för ett gradvis genomförande. En sådan färdplan bedöms bidra till ökad acceptans av marknaden redan i ett tidigt skede.

Finanspolitiskt ramverk

Beroende på vilken form av stabilitetsobligationer som väljs, framhåller kommissionen att omfattande reformer av arrangemang för samordning och förstärkt ekonomisk och politisk integration krävs. Detta beror på att en gemensam garanti medför betydande ”moral hazard” effekter. Exempel som nämns gällande förstärkt övervakning är bland annat möjligheten till att

Behovet av förstärkt styrning grundar sig i att gemensam upplåning, samtidigt som det reducerar risk och därmed osäkerheten på finansmarknaden, även minskar enskilda euroländers marknadsdisciplin. Erfarenhet har visat att den finansiella marknaden har en förmåga att disciplinera finanspolitik. Den gemensamma garantin bakom stabilitetsobligationer kan därför medföra en försvagning eller reduktion av denna budgetdisciplin då en medlemsstat inte längre ensam står för sina egna kreditrisker. Därför påpekar kommissionen att betydande förstärkning av regelverket för ekonomisk styrning inom euroområdet krävs. Detta är nödvändigt för att stabilitetsobligationer ska kunna accepteras av såväl medlemsstater som marknaden.

Kommissionen tar även upp andra alternativ för att begränsa ”moral hazard”. Bland annat genom att länder med högre kreditvärdering får åtnjuta en större del av finansieringsfördelarna relativt länder med lägre kreditvärdering.² Kommissionen menar att en sådan mekanism skulle innebära en struktur som blir fördelaktig för samtliga involverade stater.

Kreditvärdering

Kommissionen understyrker att stabilitetsobligationer bör utformas på ett sätt som säkerställer högsta möjliga kreditvärdering. Kreditvärderingen kommer avgöras av de enskilda euroländernas kreditvärdering och den underliggande strukturen för garantin samt av marknadens förtroende för huruvida euroländerna kommer att uppfylla sina åtaganden.

Om stabilitetsobligationer ges ut på delad men inte solidarisk basis, svarar varje euroland endast för sin del av garantin pro rata. Det innebär att större staters kreditvärdighet får en avgörande betydelse för stabilitetsobligationernas kreditvärdighet. Om en stor ekonomi nedgraderas blir således följden att även stabilitetsobligationernas kreditvärdering riskerar att nedgraderas. Givet den nuvarande situationen med sex AAA-värderade euroländer, konstaterar kommissionen att det råder tveksamhet om stabilitetsobligationer kan tilldelas det högsta kreditbetyget. Med delad garanti finns även en risk att stabilitetsobligationer tilldelas samma kreditbetyg som det lägst värderade medlemslandet. För att undvika de

² Ex. Givet att två euroländers obligationsräntor motsvarat 2% respektive 5%, skulle ett utfärdande av stabilitetsobligationer kunna medföra att räntan blir 2% för båda länderna. Genom en omfördelning kan istället en situation skapas där ländernas räntenivå istället blir 1% respektive 3%.

konsekvenser som kan uppstå vid gemensam delad garanti kan euroländer anta åtgärder som försäkrar att återbetalning av stabilitetsobligationer kommer att ske trots händelse av konkurs, exempelvis genom senioritet, säkerheter i tillgångar och att intäktsflöden öronmärks för att täcka kostnader kopplade till stabilitetsobligationer.

Även vid gemensam upplåning baserat på en solidarisk garanti kvarstår en osäkerhet avseende kreditvärdering. Kommissionen understryker dock att sannolikheten för en högre kreditvärdering är avsevärt större.

Fördragsändring

Införande av stabilitetsobligationer får inte strida mot EU-fördraget. Kommissionen menar att gemensam upplåning på en solidarisk basis därför troligen kräver fördragsändring, eftersom artikel 125 i fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (TFEU) förbjuder solidarisk garanti. Gemensam upplåning baserat på en delad garanti sägs inte kräva fördragsändring och kan därför snabbare realiseras.

1.3 Gällande svenska regler och förslagets effekt på dessa

Grönboken är av generell karaktär och utgör ett underlag till offentligt samråd som blir grund för kommissionens eventuella fortsatta arbete. Vid händelse av att någon form av gemensamma statsobligationer ges ut, är det endast medlemsstater med euro som valuta som berörs.

1.4 Budgetära konsekvenser / Konsekvensanalys

Då ett konkret förslag inte presenteras är det i rådande stund svårt att bedöma vilka budgetära effekter som kan förorsakas. Ett införande av stabilitetsobligationer väntas endast omfatta euroländer och berör därmed inte Sverige förrän vid ett eventuellt deltagande i eurosamarbetet. Vid en sådan situation väntas införandet av stabilitetsobligationer kunna innebära en höjning av svenska statens upplåningskostnad.

Om systemet införs bland de länder som för närvarande har euron som valuta, är det svårt att överblicka effekterna för de svenska statsfinanserna.

2 Ståndpunkter

2.1 Preliminär svensk ståndpunkt

Regeringen ser mycket kritiskt på tankarna att införa stabilitetsobligationer inom euroområdet. Stabilitetsobligationer riskerar att skapa fel incitament för såväl de medlemsstater som sköter sina ekonomier, som för de som

missköter sina ekonomier. Vidare måste djupgående rättsliga, konstitutionella och institutionella frågor klargöras innan ett införande kan bli aktuellt.

2011/12:FPM71

Införande av stabilitetsobligationer innebär en mycket stor ekonomisk och institutionell förändring med långsiktiga konsekvenser. Det är viktigt att inga förhastade beslut i frågan tas i rådande krisläge.

2.2 Medlemsstaternas ståndpunkter

Samtliga medlemsstater har inte öppet deklarerat ståndpunkter till möjligheten att införa stabilitetsobligationer. Tyskland och Frankrike har avvisat stabilitetsobligationer. Gemensamt för många medlemsstater är att de, trots en för närvarande negativ inställning, inte utesluter möjligheten att införa stabilitetsobligationer på sikt. Dessförinnan krävs dock att tillfredställande finanspolitiska ramverk finns på plats. Ett antal medlemsstater öppnar upp för att frågan bör studeras vidare för att exempelvis lagliga aspekter reds ut.

Det finns även medlemsstater som uttryckt att de är positivt inställda. Vissa länder har även uttryckt preferens för vilken av de identifierade alternativen som föredras.

2.3 Institutionernas ståndpunkter

Det är på begäran av Europaparlamentet som kommissionen tagit fram grönboken om möjligheten att införa stabilitetsobligationer. Europaparlamentet har indikerat en preferens för att 60% av upplåningen ska göras gemensamt baserat på en solidarisk garanti. Även införandet av incitament för att minska statskulden till 60% förespråkas av Europaparlamentet.

Övriga institutionernas ståndpunkter är ännu inte kända.

2.4 Remissinstansernas ståndpunkter

Grönboken har skickats på remiss. Svar föreligger från Riksbanken och Riksgäldskontoret. Riksbanken anser att förslaget om stabilitetsobligationer inte utgör en lämplig lösning på de statsfinansiella problemen i euroområdet, eftersom det riskerar att bidra till att minska länders incitament att vidta nödvändiga reformer. Den finansiella stabiliteten skulle då inte ökas. Även Riksgäldskontoret är kritiskt till förslaget. De två modellerna med partiellt gemensamt utgivande av obligationer riskerar att ge upphov till problem liknande dem som idag råder på statsobligationsmarknaderna i euroområdet.

Modellen med fullständig gemensam utgivning, å andra sidan, kan ge de påstådda fördelarna, men den ställer så stora krav på ingrepp i medlemsstaternas suveränitet att det är tveksamt om den är realistisk, sägs det. Remissvaren finns tillgängliga i Finansdepartementet (Fi2011/4992).

2011/12:FPM71

3 Förslagets förutsättningar

3.1 Rättslig grund och beslutsförfarande

Grönboken är i det här skedet inte grund för några konkreta förslag.

3.2 Subsidiaritets- och proportionalitetsprincipen

Det finns betydande konsekvenser av rubricerat slag, vilka delvis kommenteras ovan. För närvarande görs ingen ytterligare analys av detta eftersom kommissionens grönbok inte presenterar ett konkret förslag, utan endast är föremål för öppen konsultation.

4 Övrigt

4.1 Fortsatt behandling av ärendet

Synpunkter på kommissionens grönbok ska vara kommissionen tillhanda senast den 8 januari 2012. Därefter kommer kommissionen avgöra om fortsatt arbete är påkallat.

4.2 Fackuttryck/termer

Solidarisk garanti innebär att en fordringsägare kan begära full betalning från samtliga av garantigivarna.

En *delad garanti* innebär att varje garantigivare endast ansvarar för sin del av garantin.

Moral Hazard, moralisk risk, uppstår på grund av att en individ eller institution inte drabbas fullt ut av de negativa effekterna av sitt eget handlande. Därmed får individen eller institutionen ett incitament och en tendens att handla mindre försiktigt än annars.