



Europaudvalget og Finansudvalget

Den økonomiske konsulent

EU-note

Til: Udvalgets medlemmer og stedfortrædere
Dato: 6. december 2011

Note om Kommissionens Grønbog om mulighederne for indførelse af stabilitetsobligationer ("euroobligationer") KOM (2011) 0818

Resume:

Fristen for høringen er ifølge Kommissionen angivet til den **8. januar 2012**.

Kommissionen mener, at indførelsen af **stabilitetsobligationer** (også kaldet euro-obligationer) vil have gavnlige virkninger på euro-landenes økonomi, hvis man vel og mærke strammer gevaldigt op på landenes budgetdisciplin, dog afhængigt af hvilken model der vælges (jf. nedenfor).

Der er tre modeller for stabilitetsobligationerne:

1) Fuldstændig erstatning af national udstedelse af statsobligationer med stabilitetsobligationer (og solidarisk hæftelse) **2)** Delvis erstatning af nationale statsobligationer med stabilitetsobligationer (og solidarisk hæftelse) og **3)** Delvis erstatning af nationale statsobligationer med stabilitetsobligationer (**ikke** solidarisk hæftelse, men pro rata garanti).

Kun de to første modeller kræver traktatændringer. Den første model giver flest positive økonomiske virkninger ifølge Grønbogen, men forudsætter at der bliver gennemført gevaldige opstramninger i budgetdisciplinen.

Kommissionen foreslår derfor en række nye foranstaltninger til bedre overvågning af landenes finanslove og nedbringelse af budgetunderskuddene.

I. Indledning (hvorfor en høring)

I noten gives en relativ kortfattet gennemgang af Grønbogen (dateret den 23. november 2011) om mulighederne for at indføre stabilitetsobligationer¹ i EU. **Det tilføjes, at det er et kompliceret sagsområde.**

I grønbogen vurderes mulighederne for, at medlemsstaterne i **euroområdet** udsteder fælles statsobligationer og forudsætningerne herfor. Udstedelsen af statsobligationer i euroområdet sker i øjeblikket decentralt, dvs. de udstedes af hver medlemsstat for sig og i henhold til en række forskellige udstedelsesprocedurer.

Indførelsen af fælles udstedelse af stabilitetsobligationer vil samle medlemsstaternes udstedelse af statsobligationer i en pulje, hvor de forbundne indtægtsstrømme og omkostningerne for gældsbetjeningen deles. **Dette ville i høj grad ændre strukturen af euroområdets marked for statsobligationer, som er det største segment i euroområdets samlede finansmarked.**

Forberedende karakter. Mere analyse er nødvendig

Forslagene og konklusionerne i Kommissionens høringsdokument er stadig af **forberedende karakter**, og listen over spørgsmål, der skal overvejes, er ikke nødvendigvis udtømmende. Dertil kommer, at mange af de potentielle fordele og ulemper kun præsenteres i kvalitativ henseende. En detaljeret kvantitativ bestemmelse af disse forskellige aspekter er vanskelig og/eller vil kræve **mere** analyse og input fra forskellige sider. I mange tilfælde peges der også på problemer, der skal løses, eller afgørelser, der skal træffes, men der er **ikke** nogen løsninger eller afgørelser endnu.

Det er absolut nødvendigt med **mere analytisk arbejde** og drøftelser for at komme videre med spørgsmålene, skriver Kommissionen. En række af de centrale begreber, potentielle mål og fordele, krav og gennemførelsesproblemer **må overvejes og analyseres nærmere**. I denne forbindelse er parternes synspunkter af afgørende betydning. Navnlig medlemsstaterne, aktørerne på finansmarkederne, finansmarkederne brancheorganisationer og den brede offentlighed bør høres. Resultaterne af denne høring bør afspejle sig i det opfølgende arbejde med en eventuel lancering af stabilitetsobligationer.

Kommissionen har derfor besluttet at igangsætte en bred høring om denne grønbog, som afsluttes den [8. januar 2012]². På baggrund af disse tilbagemeldinger vil Kommissionen fremsætte sine synspunkter på passende vis senest i midten af februar 2012.

¹ I den offentlige debat og litteratur anvendes sædvanligvis udtrykket "**eurobonds**". Kommissionen mener, at det centrale aspekt af et sådant instrument vil være øget **finansiel stabilitet** i euroområdet. I denne grønbog tales der derfor om "**stabilitetsobligationer**" i overensstemmelse med kommissionsformand José Manuel Barroso's tale den 28. september 2011.

² Af hensyn til en rettidig opfølgning, synes **afvigelsen fra den normale høringsperiode på otte uger berettiget**, eftersom ideen om stabilitetsobligationer/eurobonds allerede er blevet diskuteret i lang tid.

Stabilitetsobligationer har implikationer, som går langt ud over det tekniske område og vedrører national suverænitet og processen for økonomisk og politisk integration. De indebærer en styrket **samordning** af den økonomiske politik og styring og en større **grad af konvergens** og - i visse tilfælde - et behov for traktatændringer. Jo mere kreditrisikoen samles i en pulje for flere lande, jo mindre betydning vil markedsvolatiliteten, men også markedsdisciplinen, have for det enkelte land. Den finanspolitiske stabilitet vil i højere grad skulle bygge på **disciplinen** i de politiske processer.

Enhver form for stabilitetsobligation **vil skulle ledsages af en væsentligt styrket finanspolitisk overvågning og politisk samordning** som en væsentlig modvægt, således at man undgår **moralsk risiko**³ (som det siges i Grønbogen), sikrer bæredygtige offentlige finanser, støtter konkurrenceevnen og mindsker skadelige makroøkonomiske ubalancer.

Dette vil nødvendigvis have konsekvenser for den **finanspolitiske suverænitet**, og det kræver en dybtgående debat i euroområdet medlemsstater, skriver Kommissionen.

To nye forordninger om finansiell stabilitet.

Det skal tillige nævnes, at Kommissionen sammen med Grønbogen har udsendt to forslag til forordninger, der netop styrker overvågningen og "disciplinen" i de finanspolitiske processer i eurolandene.

Det ene forslag drejer sig om eurolande, der allerede er truet af finansiell ustabilitet⁴. Her går forslaget i korthed ud på, at procedurerne skal strammes op, således at landene ikke kan få finansiell støtte, før en række stabilitetsfremmende betingelser er opfyldt.

Det andet forslag⁵ går ud på, at der skal arbejdes betydeligt mere målrettet med eurolandenes budgetplaner og forslag til finanslove, så man tidligt sikrer sig, at der ikke opstår uforholdsmæssigt store underskud (herom senere).

II. Hvorfor skal der indføres stabilitetsobligationer

Udsigten til indførelse af stabilitetsobligationer kan muligvis afbøde den aktuelle statsgældskrise, idet **højrente**-medlemsstater ville kunne drage fordel af **lavrente**-medlemsstaters større kreditværdighed.

Stabilitetsobligationer ville gøre euroområdet finansielle system mere **modstandsdygtigt** over for fremtidige negative chok og således styrke den finansielle stabilitet.

³ Kommissionen bruger udtrykket "moral hazard" i den engelske udgave. I den danske udgave er dette oversat til "moralsk hazard". **I notatet bruges dog udtrykket "moralsk risiko".**

⁴ *The regulation of the European Parliament and of the council - on the strengthening of economic and budgetary surveillance of Member States experiencing or threatened with serious difficulties with respect to their financial stability in the euro area (findes endnu ikke på dansk).*

⁵ Europa-Parlamentets og Rådets forordning – om fælles bestemmelser om overvågning og evaluering af udkast til budgetplaner og til sikring af korrektion af uforholdsmæssige store underskud i medlemsstaterne i euro-området.

Stabilitetsobligationer vil give alle deltagende medlemsstater en mere sikker adgang til **refinansiering** og forebygge pludselige tab af markedsadgang på grund af uberettiget risikouvillighed og/eller flokmentalitet blandt investorer.

Banksystemet i euroområdet ville have fordel af stabilitetsobligationer. Bankerne ligger typisk inde med store mængder af statsobligationer som en likvid investering med lav risiko og ringe volatilitet. Statsobligationer fungerer også som likviditetsbuffer, da de kan sælges til relativt stabile priser eller kan anvendes som sikkerhed i refinansieringstransaktioner. Der er dog stadig en åbenlys **hjemlandsfavorisering** (home bias) i bankernes beholdninger af statsobligationer, hvilket etablerer en vigtig korrelation mellem deres balancer og hjemlandets balance.

Stabilitetsobligationer ville give eurorådets **pengepolitik** større gennemslagskraft. Statsgældskrisen har svækket pengepolitikens gennemslagskraft, idet afkastet på statsobligationer har været meget forskelligt på stærkt svingende markeder. I nogle ekstreme tilfælde er markedernes funktion blevet svækket, og ECB har grebet ind via programmet for værdipapirmarkederne. Stabilitetsobligationer ville skabe en større pulje af sikre og likvide midler.

Stabilitetsobligationer vil fremme **effektiviteten** i eurorådets statsobligationsmarked og i eurorådets finanssystem i bredere forstand. Udstedelsen af stabilitetsobligationer giver mulighed for et stort og meget **likvidt** marked med et enkelt benchmarkafkast i modsætning til den aktuelle situation med mange landespecifikke benchmark. Likviditeten og den høje kreditkvalitet på stabilitetsobligationsmarkedet vil give **lave benchmarkafkast**, som afspejler tilsvarende lave kreditrisiko- og likviditetspræmier.

Stabilitetsobligationer ville **lette porteføljeinvesteringer i euro** og fremme et bedre afbalanceret globalt finanssystem. Det amerikanske statsobligationsmarked og det samlede statsobligationsmarked i euroområdet er sammenlignelige i størrelse, men fragmenteringen af de euro-denominerede udstedelser betyder, at udstedelsesvolumenet for amerikanske statsobligationer ligger langt over udstedelsesvolumenet for statsobligationer for noget enkelt udstedende land i euroområdet.

III. Hvad er forudsætningerne for stabilitetsobligationer?

Selv om stabilitetsobligationer vil give betydelige fordele i form af finansiell stabilitet og økonomisk effektivitet, ifølge Grønbogen, vil det også være af væsentlig betydning at fjerne potentielle ulemper. Med henblik herpå skal vigtige økonomiske, juridiske og tekniske forudsætninger være opfyldt. Disse forudsætninger, som kunne medføre **traktatændringer** og betydelige ændringer i den institutionelle udformning af ØMU'en og Den Europæiske Union, behandles i det følgende.

Begrænsninger af moralsk risiko ("moral hazard")

Stabilitetsobligationer må **ikke** medføre en ringere budgetdisciplin blandt medlemsstaterne i euroområdet.

I forbindelse med visse former for stabilitetsobligationer ville en sådan disciplin blive ringere eller helt forsvinde, idet medlemsstaterne i euroområdet **sammenlægger kreditrisikoen** for dele af eller hele deres offentlige gæld, hvilket indebærer en risiko for moralsk risiko. **Den moralske risiko i forbindelse med fælles udstedelse skyldes, at en kreditrisiko, som opstår på grund af et enkelt lands manglende budgetdisciplin, deles af alle andre deltagende lande.**

Eftersom udstedelse af stabilitetsobligationer kan **svække** markedsdisciplinen, kræves der betydelige ændringer af rammerne for den økonomiske styring i euroområdet.

Høj kreditkvalitet

Det vil også være vigtigt at opnå en høj **kreditkvalitet** for at sikre, at alle medlemsstaterne i euroområdet accepterer stabilitetsobligationer. Et vigtigt spørgsmål er, hvordan risici og gevinster er **fordelt** på medlemsstaterne.

Nogle former for stabilitetsobligationer ville medføre, at medlemsstater med en aktuel kreditvurdering **under gennemsnittet** opnå lavere finansieringsomkostninger, medens medlemsstater, der allerede har en **høj kreditvurdering** endda kunne lide nettotab, hvis virkningen af en sammenlægning af risiciene er større end de positive likviditetsvirkninger.

Derfor forudsætter støtten til stabilitetsobligationer blandt de medlemsstater, der **allerede** har en AAA-kreditvurdering, en garanti for en tilsvarende høj kreditkvalitet for det nye instrument, således at finansieringsomkostningerne for deres gæld ikke stiger. Som forklaret i det foregående er dette afhængigt af, at det lykkes at begrænse den moralske risiko.

Kreditvurderingen for stabilitetsobligationer vil primært afhænge af den delta-gende medlemsstats kreditkvalitet og den underliggende garantistruktur.

Ved **pro rata-garanti (ikke solidarisk)** hæfter hver garanterende medlemsstat for **sin del** af forpligtelserne i forbindelse med stabilitetsobligationen i henhold til bestemt **fordelingsnøgle**. Hvis medlemsstaterne fortsat kreditvurderes hver for sig, vil en nedjustering af en stor medlemsstat sandsynligvis medføre en tilsvarende nedjustering af stabilitetsobligationen, også selv om dette ikke nødvendigvis ville indvirke på de andre medlemsstaters kreditvurdering.

Ved **pro rata-garanti (ikke solidarisk) forstærket med prioritet og sikkerhedsstillelse** hæfter hver garanterende medlemsstat stadig for sin egen del af de udstedte stabilitetsobligationer. For at sikre, at stabilitetsobligationerne altid indfries, selv i tilfælde af misligholdelse, kan medlemsstaterne dog over-

veje en række foranstaltninger, som styrker kreditkvaliteten. **For det første** kan udstedte stabilitetsobligationer gives **prioriteret** status. **For det andet** kan der indføres en delvis **sikkerhedsstillelse** for stabilitetsobligationer (f.eks. i form af kontanter, guld, andele af offentlige selskaber osv.). **For det tredje** kunne specifikke indtægtsstrømme øremærkes til at dække udgifter til gældsbetjening af stabilitetsobligationer.

Ved **solidarisk garanti** hæfter hver garanterende medlemsstat ikke kun for sin egen andel af stabilitetsobligationsudstedelsen, men også for enhver anden medlemsstats andele, hvis denne ikke opfylder sine forpligtelser. Selv med denne garantistruktur kan det ikke helt udelukkes, at vurderingen af stabilitetsobligationer kan blive påvirket, hvis et begrænset antal AAA-vurderede medlemsstater er nødt til at garantere for andre lavtvurderede medlemsstaters meget store forpligtelser.

Derfor er det af afgørende betydning, at der findes beskyttelsesforanstaltninger, **som sikrer budgetdisciplinen i de deltagende medlemsstater ved hjælp af en strammere økonomiske styring** (og eventuelt ved at give stabilitetsobligationer prioritet frem for nationale obligationer, hvis der vælges en løsning, hvor sidstnævnte fortsat eksisterer).

Hvordan sikres overensstemmelsen med EU-traktaten?

Foreneligheden af stabilitetsobligationer med de nuværende traktatrammer afhænger af den valgte udformning.

Nogle af mulighederne kan nødvendiggøre ændringer af de relevante bestemmelser i traktaten. **Artikel 125** i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF) forbyder medlemsstaterne at påtage sig en anden medlemsstats forpligtelser.

Udstedelse af stabilitetsobligationer med **solidarisk garanti** ville principielt medføre en situation, hvor "redningsforbuddet" overtrædes. I en sådan situation ville en medlemsstat i praksis hæfte uafhængigt af sit "almindelige" bidrag i henhold til fordelingsnøglen, hvis en anden medlemsstat ikke opfylder sine finansielle tilsagn. **I dette tilfælde er en ændring af traktaten nødvendig.**

Traktaten vil også skulle ændres, hvis det påtænkes at indføre **betydeligt** mere indgribende rammer for økonomisk styring.

Udstedelse af stabilitetsobligationer med **pro rata-garanti** (ikke solidarisk) ville være muligt **inden for rammerne af de nuværende traktatbestemmelser**. F.eks. ville en væsentlig øgning af det tilladte lånevolumen under den europæiske stabiliseringsmekanisme og en ændring af lånevilkårene, så den får mulighed for at "viderelåne" de beløb, der lånes på markederne, til alle medlemsstater i euroområdet, kunne gennemføres på en måde, der er forenelig med artikel 125 i TEUF, forudsat at pro rata-karakteren af bidragsfordelingsnøglen for den europæiske stabiliseringsmekanisme, forbliver uændret.

IV. Hvilke muligheder findes?

Der er foreslået mange muligheder for udstedelse af stabilitetsobligationer, navnlig siden starten af euroområdet statsgældskrise. De forskellige muligheder kan dog generelt inddeles i **tre metoder** på grundlag af graden af substitution af nationale udstedelser (fuldstændig eller delvis) og arten af den underliggende sikkerhedsstillelse (solidarisk garanti eller pro rata-garanti). De tre metoder er:

- 1) fuldstændig substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med solidarisk garanti
- 2) delvis substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med solidarisk garanti, og
- 3) delvis substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med pro rata-garanti, men ikke solidarisk garanti.

Nedenfor skal hver enkelt af de tre metoder vurderes ud fra de fordele og forudsætninger, der er beskrevet ovenfor.

Metode nr. 1: Fuldstændig substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med solidarisk garanti.

Med denne metode dækkes euroområdet offentlige finansiering fuldt ud ved udstedelse af stabilitetsobligationer, og nationale udstedelser **ophører**. Medlemsstaterne kunne udstede stabilitetsobligationer decentralt gennem en samordnet procedure, men det vil være mere effektivt at oprette et **enkelt gældsforvaltningsagentur** for euroområdet. Dette centraliserede agentur ville udstede stabilitetsobligationer på markedet og fordele indtægterne blandt medlemsstaterne ud fra deres respektive finansieringsbehov. På samme grundlag ville agenturet betjene stabilitetsobligationer ved at indsamle medlemsstaternes renter og afdrag.

Stabilitetsobligationer ville blive udstedt med **solidarisk** garanti for alle medlemsstater i euroområdet, hvilket indebærer en sammenlægning af deres kreditrisiko. Eftersom der er tale om solidarisk garanti, vil det sandsynligvis være kreditvurderingen for de større medlemsstater i euroområdet, der vil dominere ved bestemmelse af stabilitetsobligationernes kreditvurdering. Det betyder, at en stabilitetsobligation udstedt i dag kunne forventes at have en høj kreditvurdering. Der er dog behov for en **nøjere analyse** af udformningen af de modgarantier, der indgår i stabilitetsobligationerne, og deres implikationer for kreditvurdering og rentesats.

Denne metode vil være mest effektiv til at få gavn af fordelene ved stabilitetsobligationer.

Medlemsstaterne vil i realiteten kunne **snylde** på disciplinen i andre medlemsstater, uden at det får konsekvenser for deres finansieringsomkostninger. **Denne metode vil derfor skulle ledsages af meget robuste rammer**, som sikrer overholdelse af budgetdisciplinen, den økonomiske konkurrenceevne og nedbringelse af de makroøkonomiske ubalancer i det enkelte land.

Sådanne rammer forudsætter væsentlige yderligere skridt i retning af økonomisk, finansiel og politisk integration i forhold til den nuværende situation. Uden disse rammer er det usandsynligt, at denne udstedelsesmetode for stabilitetsobligationer ville føre til et resultat, som er acceptabelt for medlemsstaterne og investorerne.

På baggrund af den solidariske garanti for stabilitetsobligationerne og den krævede robusthed af de tilgrundliggende rammer for budgetdisciplin og økonomisk konkurrenceevne vil denne udstedelsesmetode næsten helt sikkert kræve **traktatændringer**.

Metode nr. 2: Delvis substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med solidarisk garanti.

Ved denne metode understøttes udstedelsen af stabilitetsobligationer med solidarisk garanti, men det er kun en **begrænset** del af de nationale udstedelser, der erstattes. Den del af udstedelsen, som ikke er stabilitetsobligationer, vil fortsat være omfattet af de respektive nationale garantier. Denne metode for fælles udstedelse kaldes også den "blå-røde metode". Følgelig ville markedet for statsobligationer i euroområdet bestå af to særskilte dele:

- *Stabilitetsobligationer* (eller "blå obligationer"): Udstedelse af stabilitetsobligationer vil kun ske **op til visse fastsatte lofter** og dermed ikke nødvendigvis dækker alle medlemsstaters fulde refinansieringsbehov. Disse obligationer ville være omfattet af solidarisk garanti og indebærer en ensartet refinansieringssats for alle medlemsstater.
- *Nationale statsobligationer* ("røde obligationer"). Resten af udstedelsen til finansiering af medlemsstaternes budgetter foregår på nationalt plan og er omfattet af de **nationale garantier**. Følgelig vil de nationale obligationer i praksis være efterstillet stabilitetsobligationerne, fordi sidstnævnte er omfattet af solidarisk garanti.

Troværdigheden af loftet for udstedelsen af stabilitetsobligationer vil være et centralt spørgsmål. Når den tildelte mængde blå obligationer er opbrugt, kan finansieringsomkostningerne for en medlemsstat stige væsentligt. Dette kan føre til et politisk pres for at hæve loftet. Medmindre der findes stærke beskyttelsesforanstaltninger mod et sådant pres, vil en forventning om et "fleksibelt" loft i vid udstrækning kunne ophæve den disciplinerende virkning af den "blå og røde" metode. Det vil derfor - uanset de kriterier, der fastsættes for at bestemme loftet for udstedelse af stabilitetsobligationer - være af afgørende betydning, at dette loft fastholdes og ikke justeres på et vilkårligt grundlag, f.eks. som reaktion på et politisk pres.

Den solidariske garanti for stabilitetsobligationen forudsætter næsten helt sikkert **traktatændringer**.

Metode nr. 3: Delvis substitution af national udstedelse med stabilitetsobligationer, med pro rata-garanti.

Med denne metode substitueres de nationale obligationer kun delvis med stabilitetsobligationer og understøttes med **pro rata-garanti** af medlemsstaterne i euroområdet.

Denne metode er forskellig fra metode nr. 2, for så vidt som medlemsstaterne fortsat hæfter for deres respektive andel af de udstedte stabilitetsobligationer og for deres nationale udstedelser. Problemstillingerne vedrørende fordelingen mellem stabilitetsobligationer og nationale obligationer, herunder fastsættelse af et loft for udstedelse af stabilitetsobligationer, er stort set de samme.

Med denne metode er der **færre fordele** ved en fælles udstedelse af stabilitetsobligationer, men der er også tilsvarende færre forudsætninger, som kræves opfyldt.

Den moralske risiko afbødes på grund af pro rata-garantien. Medlemsstaternes udstedelser nyder ikke godt af en anden medlemsstats eventuelt højere kreditkvalitet. Desuden vil den fortsatte udstedelse af nationale obligationer gøre, at medlemsstaterne følges og bedømmes af markedet, hvilket vil have en yderligere og sommetider måske stærkt afskrækkende virkning på uansvarlig finanspolitisk adfærd.

Traktatændringer er ikke nødvendige i denne sammenhæng. At fastholde stabilitetsobligationernes kreditkvalitet vil sandsynligvis kræve afledt ret, som fastlægger stabilitetsobligationernes prioriterede status.

I **bilag 1** er vist en oversigt over de forskellige metoder til udstedelse af stabilitetsobligationer og virkningerne heraf, ifølge Grønbogen.

V. Øget overvågning og indgriben i de nationale finanspolitikker.

Den finanspolitiske overvågnings rammer er allerede blevet styrket med den seneste reform af stabilitets- og vækstpakten. De bør styrkes **yderligere** på kort sigt, herunder især for de af euroområdet medlemsstater, der er omfattet af en procedure i forbindelse med et uforholdsmæssigt stort underskud og/eller har anmodet om eller modtager finansiel støtte. Hertil kommer Kommissionens forslag til to nye forordninger (nævnt indledningsvist) baseret på artikel 136, der omhandler:

- Forslaget til en forordning om fælles bestemmelser med henblik på overvågning og evaluering af udkast til budgetplaner **og** sikring af, at uforholdsmæssigt store underskud i medlemsstaterne i euroområdet korrigeres. Begge har det tredobbelte formål, **a)** at supplere det europæiske semester med en fælles budgetkøreplan, som sigter mod en bedre synkronisering af de vigtige trin i forbindelse med udformningen af de nationale budgetter, **b)** at supplere systemet med multilateral overvågning af budgetpolitikker (den **forebyggende** del af stabilitets- og vækstpakten) med nye overvågningskrav for at sikre, at der tages passende hensyn til Unionens politiske henstillinger på budgetområ-

det i forbindelse med udformningen af de nationale budgetter, og **c)** at supplere proceduren for korrektion af en medlemsstats uforholdsmæssigt store underskud (den **korrigerende** del af stabilitets- og vækstpakten) med en skærpet overvågning af budgetpolitikken i medlemsstater, over for hvilke der er indledt en procedure i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud.

Disse to nye forordninger udgør sammen med de gennemgribende ændringer som følge af reformen af stabilitets- og vækstpakten et solidt grundlag for en styrket samordning af finanspolitikken i medlemsstaterne i euroområdet.

Yderligere styrkelse krævet (end nævnt ovenfor)

Stabilitetsobligationer skaber dog stadig risiko for moralsk risiko og kræver en **yderligere** styrkelse af rammerne, afhængigt af den valgte metode.

Ligesom for de ændringer, der drøftes i øjeblikket, vil dette indebære en grundigere gennemgang af budgetforslag, ikke kun for finansielt nødstedte lande, men for alle deltagende medlemsstater. **Det kan være nødvendigt med EU's godkendelse af budgetterne for de deltagende medlemsstater** under visse omstændigheder, f.eks. ved et stort gælds- eller underskudsniveau. Der vil desuden være behov for meget stærkere overvågningsrammer for budgetgennemførelsen.

De nationale finanspolitiske rammer vil blive styrket på relativt kort sigt med gennemførelsen af direktivet om finanspolitiske rammer (som faktisk kunne fremskyndes). Desuden er der drøftelser i gang om at gå endnu længere, bl.a. **ved at indføre regler med henblik på at overtage stabilitets- og vækstpaktens rammer i den nationale lovgivning**, helst på forfatningsniveau, og med passende håndhævelsesmekanismer.

Der skal etableres et system, som på en troværdig måde sikrer fuld **gældsbe-
tjening** for hver medlemsstat, der drager fordel af udstedelsen af stabilitetsobligationer. Det indebærer, at betjeningen af stabilitetsobligationer eller mere specifikt betalingen af renter på fælles udstedelser under ingen omstændigheder må kunne drages i tvivl. **En mulighed for at nå dette mål er at over-
drage omfattende indgrebsbeføjelser til EU-niveauet** i tilfælde af alvorlige finansielle vanskeligheder, herunder muligheden for at sætte den misligholdende medlemsstat under en eller anden form for "administration".

En anden mulighed, som allerede nævnt i det foregående afsnit, som måske vil være et knap så omfattende indgreb i den nationale suverænitæt, **vil være at indføre en bestemmelse om, at de deltagende lande skal indføre en klausul om, at gældsbetjeningen af stabilitetsobligationer prioriteres højere** end alle andre udgifter i det nationale budget. Sådanne regler vil skulle have streng retskraft, formentlig på forfatningsniveau.

Herudover og i overensstemmelse hermed skal forpligtelser i forhold til stabilitetsobligationer have fortrin frem for eventuelle (resterende) nye nationale udstedelser.

Med sigte på virkelig at gøre "euro-obligationerne" stabilitetsfremmende kunne man også fastsætte **makroøkonomiske og finanspolitiske betingelser for medlemsstaternes tiltræden og forbliven i systemet**. F.eks. kunne medlemsstaterne nægtes adgang til stabilitetsobligationer, hvis de ikke har overholdt deres forpligtelser i henhold til stabilitets- og vækstpakten, eller i henhold til en styrket finanspolitisk ramme. Alternativt kan medlemsstater, som ikke overholder deres finanspolitiske mål, blive pålagt at stille (yderligere) sikkerhed for nyudstedelser af stabilitetsobligationer, eller de kan blive pålagt et rentetillæg. Adgangsbegrænsning kan også fastsættes som en funktion af graden af manglende overholdelse, dvs. for hver afvigelse (procent af BNP) af det offentlige budget nedsættes retten til at udstede stabilitetsobligationer med en vis mængde procentpoint af BNP.

I **bilag 2** er vist en række nøgletal for eurolandenes økonomi (offentlig gæld, offentligt underskud, rente på statsobligationer, CDS præmier for forsikringer mod misligholdelse af gæld).

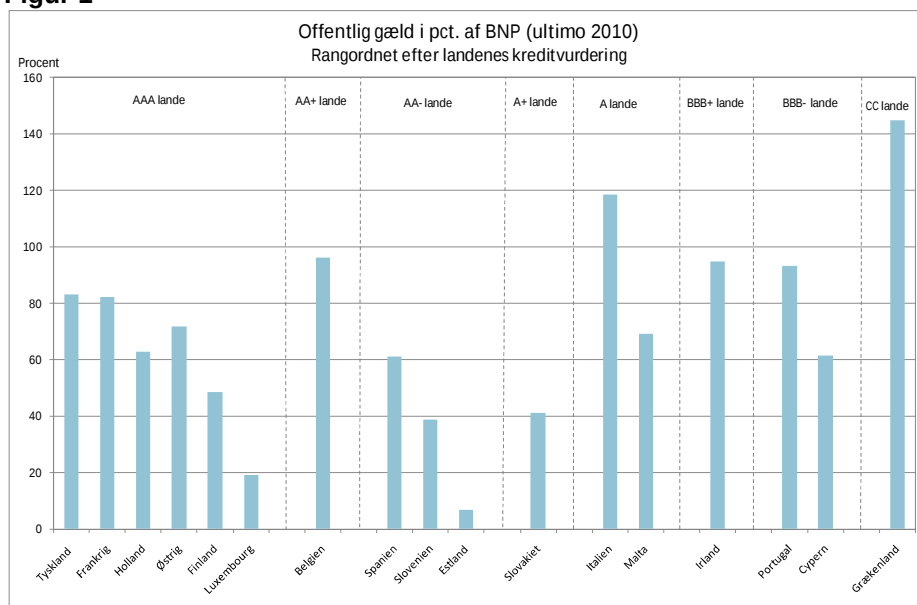
Med venlig hilsen
Niels Hoffmeyer/ Sara Larsen

Tabel 1. Oversigt over de forskellige metoder til udstedelse af stabilitetsobligationer og virkningerne heraf.

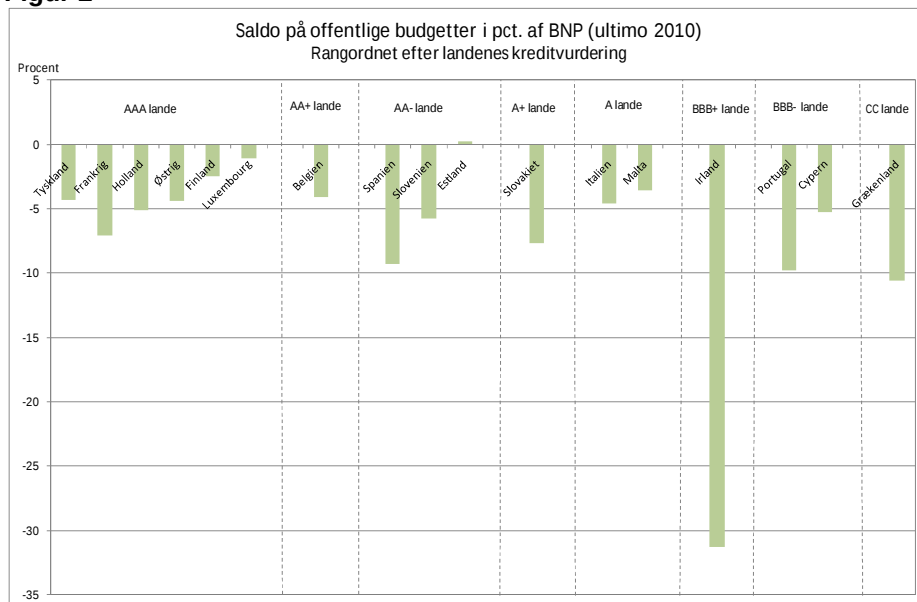
		Metode 1	Metode 2	Metode 3
Hovedtræk (A og B)				
A	- Grad af substitution af nationale udstedelser med stabilitetsobligationer	Fuldstændig	Delvis	Delvis
B	- Garantistruktur	Solidarisk garanti	Solidarisk garanti	Pro rata-garanti (ikke solidarisk garanti) + forbedringer
Vigtigste virkninger (C1, C2, D, E, F og G)				
C1	- For de gennemsnitlige finansieringsomkostninger (C1 og C2)			
	1) for stabilitetsobligationer som helhed	Middelstor positiv virkning fra meget stor likviditet, dog stærk moralsk risiko	Middelstor positiv virkning fra middel likviditet og begrænset moralsk hasard	Middelstor positiv virkning, lavere likviditetsvirkning og fornuftigere politikker udløst af bedre markedsdisciplin
C2	2) tværnationalt	Stor omfordeling af fordele fra højrentelande til lavrentelande	Mindre omfordeling af fordele fra højrentelande til lavrentelande. Noget markedspress på medlemsstater med højt gælds niveau og lav kreditvurdering	Ingen virkning tværnationalt. Stærkere markedspress på medlemsstater med højt gælds niveau og lav kreditvurdering
D	- For moralsk risiko (uden strammere styring)	Store	Middelstore, men der er stærke markedsincitamenter til at holde budgetdisciplin	Små, men der er stærke markedsincitamenter til at holde budgetdisciplin
E	- For den finansielle integration i Europa	Store	Middelstore	Middelstore
F	- For EU-finansmarkedernes tilbagetrækningskraft på verdensplan	Store	Middelstore	Middelstore
G	- For stabiliteten på finansmarkederne	Store	Store, men nogle problemer i tilfælde af et uholdbart niveau af nationale udstedelser	Små, men kan bidrage til at løse den aktuelle krise på grund af den hurtige gennemførelse
Retlige overvejelser (H)				
H		Sandsynligvis traktatændring	Sandsynligvis traktatændring	Traktatændring ikke nødvendig. Afløst ret kan være nyttig
Gennemførelsestid (I)				
I		Lang	Mellemlang til lang	Kort

Nøgletal for eurolandenes økonomi

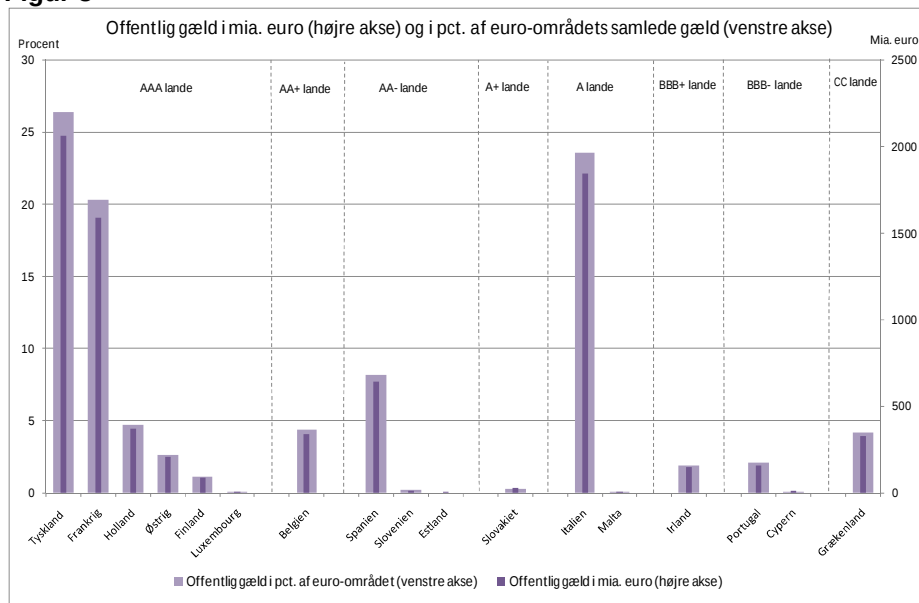
Figur 1



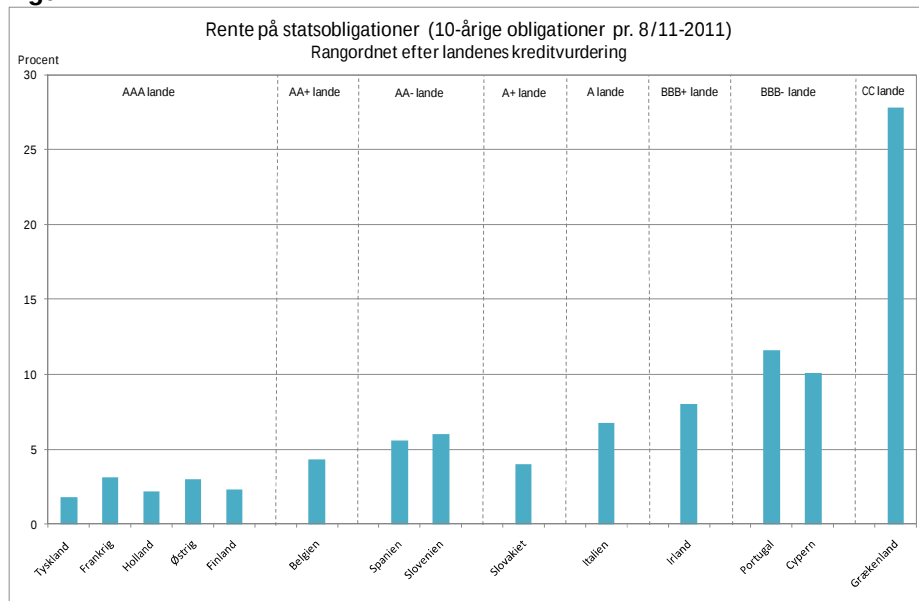
Figur 2



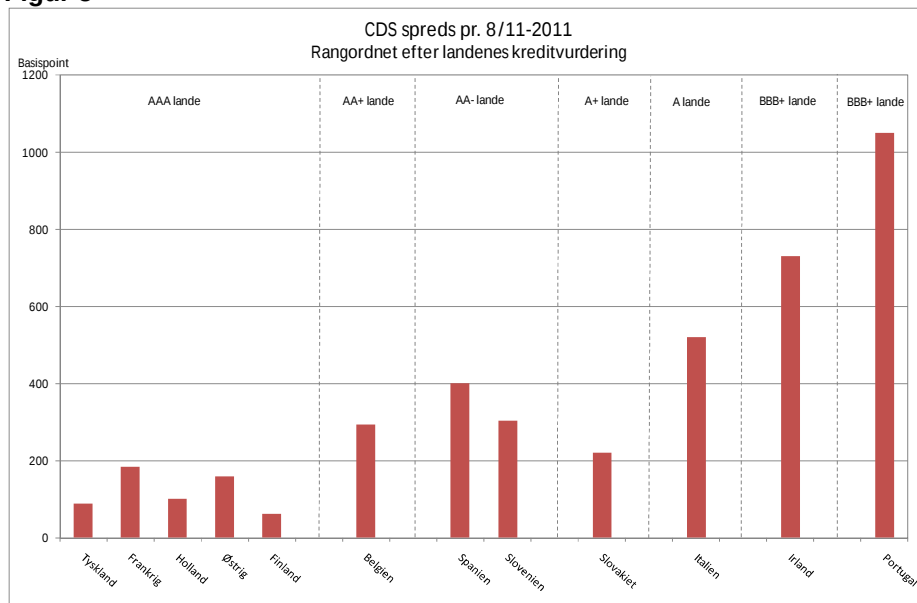
Figur 3



Figur 4



Figur 5



CDS præmier (eller spreds) angiver prisen på at forsikre sig mod, at låntager ikke honorerer sin gældsforpligtelse.