



Bruxelles, den 23.10.2015
COM(2015) 515 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

**om hensigtsmæssigheden af udviklingen af en europæisk vurdering af
kreditværdigheden af statsgæld**

DA

DA

I. Indledning

Den nylige statsgældskrise i EU afslørede makroøkonomiske ubalancer og fremhævede de risici, der er forbundet med overdreven afhængighed af eksterne kreditvurderinger af statsgæld. Kreditvurderinger af statsgæld har betydning, når en stats låneomkostninger skal beregnes. Under krisen skabte den overdrevne afhængighed af kreditvurderinger markedsforstyrrelser, som under visse omstændigheder kunne underminere den finansielle stabilitet i EU.

Den negative virkning af overdreven afhængighed af kreditvurderinger af statsgæld kan afbødes, hvis investorerne på det europæiske marked for statsobligationer selv vurderer europæiske staters kreditværdighed i stedet for at stole alene og mekanisk på eksterne kreditvurderinger. Men for at kunne foretage deres egen kreditrisikovurdering af en stat må de have adgang til nøjagtige og relevante oplysninger.

En god bedømmelse af europæiske staters kreditværdighed gør det lettere at investere i EU-medlemsstaternes statsobligationer. Dette bidrager til investorernes overordnede tillid til markedet i de enkelte medlemsstater, hvilket påvirker deres investeringsbeslutninger i retning af andre aktivklasser i de pågældende medlemsstater, f.eks. investeringer i virksomheder og finansielle institutioner, der er etableret der. Udbud af tilstrækkelige og nøjagtige oplysninger om europæiske staters kreditværdighed kunne bidrage til kommissionsformand Jean-Claude Junckers politiske retningslinjer som et underliggende element til stimulering af investering.

Denne rapport beskriver de iagttagne risici ved overdreven afhængighed af kreditvurderinger af statsobligationer (afsnit II) og de hidtidige politiske foranstaltninger til imødegåelse heraf (afsnit III). Rapporten indeholder dernæst en analyse af, hvorvidt de eksisterende informationskilder er fyldestgørende og tilstrækkelige til, at investorerne kan foretage deres egen kreditrisikovurdering af suveræne stater (afsnit IV), eller hvorvidt der er brug for et ekstra redskab – f.eks. i form af en europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld¹ – til at supplere den eksisterende information (afsnit V og VI).

II. Overdreven afhængighed af eksterne kreditvurderinger på statsobligationsmarkederne

1. Risici ved overdreven afhængighed af kreditvurderinger af statsobligationer

Den nylige statsgældskrise understregede risiciene ved overdreven afhængighed af kreditvurderinger af stater. Krisen viste, at denne overdrevne afhængighed under visse økonomiske omstændigheder kunne skabe såkaldte cliff effects, hvorved investorerne indskrænker deres eksponering i visse statsobligationer og andre gældsinstrumenter, hvilket potentielt underminerer den finansielle stabilitet. Sådanne cliff effects kan opstå efter en nedjustering af kreditvurderingerne, især til under en vis tærskel. Dette kan få en yderligere, likviditetsmæssig virkning på grund af behovet for at opfylde lovbestemte

¹ Artikel 39b, stk. 2, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1060/2009 af 16. september 2009 om kreditvurderingsbureauer, "CRA-forordningen" (EUT L 302 af 17.11.2009, s. 1).

kapitalkrav. Dette blev tydeligt under den seneste finanskriser, da de forværrede økonomiske prognoser lagde pres på de offentlige finanser. Dette førte til nedjusteringer af vurderingerne af statsobligationer og udløste samtidig et frasalg af gældsinstrumenter fra finansielle institutioners og investorers side. Disse markedsreaktioner blev forstærket af, at der i en del lovgivning på finansområdet² henvises til vurderinger, samt af de finansielle institutioners kontraktbundne overdrevne afhængighed af kreditvurderinger.

Den potentielle indvirkning af kreditvurderinger af stater rækker langt ud over de umiddelbare virkninger for de vurderede landes statsobligationer og kan få negative følgevirkninger på tværs af markeder og endda lande, som har betydelige økonomiske bånd (afsmittende virkning). Disse virkninger forstærkes af de indbyrdes forbindelser mellem kreditvurderinger af stater og vurderingerne af de enheder, der er etableret i disse stater. Disse forbindelser skyldes de metoder, som bruges af kreditvurderingsbureauerne, der ofte reserverer de gunstigste kreditvurderinger af et givet finansielt instrument i et givet retsomsråde til staten selv (ofte benævnt "sovereign ceiling" – statsloftet). Som følge heraf udløser nedjustering af en stats kreditværdighed nedjusteringer af andre finansielle instrumenter i denne stat, herunder virksomhedsobligationer og finansielle institutioner.

2. Bemærkninger om kreditvurderinger af statsgæld og EU's obligationsmarkeder

Den empiriske dokumentation af EU's statsgældskrise har afdækket, at der har været en betydelig reaktion fra spredningen i statsobligationsafkast på ændringer i både ratingmeddelelser og ratingprognoser, især i forbindelse med negative meddelelser³. Desuden er det blevet påvist, at nedjusteringer af stateres kreditværdighed har betydelige statistiske og økonomiske følgevirkninger både på tværs af lande og finansielle markeder med den konsekvens, at kreditvurderingsbureauernes meddelelser kan udløse finansiell ustabilitet⁴.

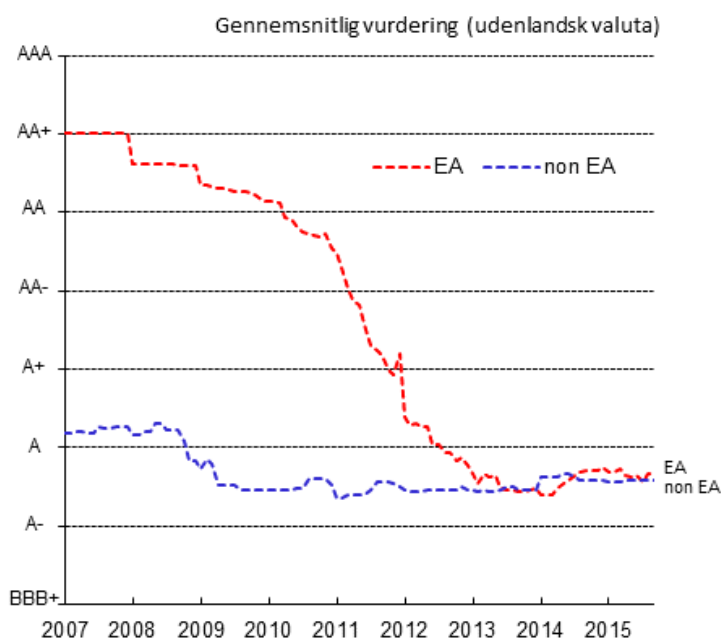
² F.eks. findes der henvisninger til eksterne kreditvurderinger i den standardiserede tilgang til beregning af kapitalkrav for banker (Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU af 26. juni 2013 om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringsselskaber, om ændring af direktiv 2002/87/EF og om ophævelse af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF (EUT L 176 af 27.6.2013, s. 338) (CRD IV) og Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (EUT L 176 af 27.6.2013, s. 1) (CRR)) og i kapitalkravene for forsikringsselskaber (Kommissionens delegerede forordning (EU) 2015/35 af 10. oktober 2014 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/138/EF om adgang til og udøvelse af forsikrings- og genforsikringsvirksomhed (EUT L 12 af 17.1.2015, s. 1) (Solvens II)) og i marginkrav til ikkecentralt clearede modparter.

³ António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, "Sovereign Credit Ratings and Financial Market Linkages, Application to European Data", ECB working paper series, nr. 1347, oktober 2011, findes på: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1347.pdf>.

⁴ Rabah Arezki, Bertrand Candelon and Amadou N. R. Sy, "Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis", marts 2011, IMF working paper series, nr. WP/11/68, findes på: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>. António Afonso, Pedro Gomes and Abderrahim Taamouti, "Sovereign Credit Ratings, Market Volatility and Financial Gains", ECB working paper series, nr. 1654, marts 2014, findes på: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1654.pdf>.

Diagram 1 viser, at kreditvurderingerne af euroområdet medlemsstater frem til 2008 var gennemsnitligt højere end af medlemsstater uden for euroområdet. Mens den gennemsnitlige kreditvurdering af euroområdet medlemsstater var "AA+"⁵, fik medlemsstaterne uden for euroområdet i gennemsnit "A". Først efter den finansielle krise i perioden 2009-2010 kunne medlemsstaterne i og uden for euroområdet konstatere en begrænset og lignende nedgang i kreditvurderingerne på gennemsnitligt to trin. Desuden konstaterede euroområdet medlemsstater fra primo 2011 bratte fald fra et gennemsnit på "AA" i 2011 til "A-" i 2013. Den gennemsnitlige kreditvurdering af euroområdet medlemsstater er nu bedre end for medlemsstater uden for euroområdet efter at have samlet sig i 2013 på niveauet "A-".

Diagram 1: Tendenser i kreditvurderinger af stater i EU⁶



Kilde: Europa-Kommissionens egne beregninger

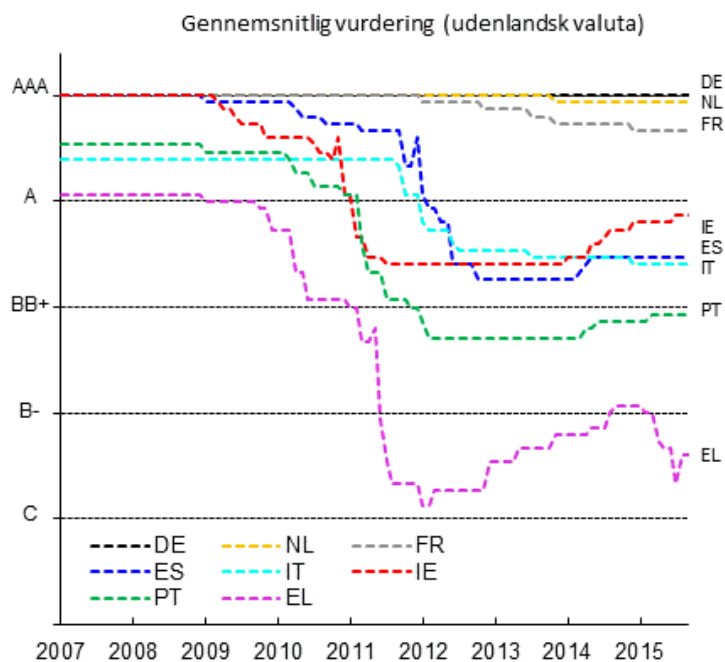
Diagram 2 og 3 viser udviklingen i kreditvurderingerne i en række udvalgte medlemsstater både i og uden for euroområdet, som støtter ovenstående analyse. Før 2009 fik de udvalgte euroområdelande vurderingen "A" eller højere som vist i diagram 2.

⁵ For at lette præsentationen i diagram 1 blev kreditvurderinger foretaget af tre forskellige bureauer (Standard & Poor's, Moody's og Fitch) lagt ind i samme skala fra AAA (laveste kreditrisiko) til D (højeste kreditrisiko). Den fulde skala til diagrammet består af: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC+, CC, CC-, C+, C, C- og D. Det skal tages i betragtning ved fortolkningen af diagram 1, at de underliggende vurderingsmetodologier er forskellige for de forskellige bureauer, der indgår i diagrammet.

⁶ Diagrammet viser et simpelt uvægtet gennemsnit af langsigtede kreditvurderinger af stater vedrørende udenlandsk valuta for medlemsstater i og uden for euroområdet udstedt af Standard & Poor's, Moody's og Fitch. Den gennemsnitlige syntetiske kreditvurdering blev opnået på grundlag af afstanden (antal trin) fra AAA-niveau og omfatter gennemsnitlige vurderinger fra kreditvurderingsbureauer med tilstrækkelig geografisk dækning. Vurderinger af udenlandsk valuta foretrækkes frem for vurderinger af indenlandsk valuta i internationale sammenligninger, idet sidstnævnte omfatter den kursrisiko, som internationale investorer er udsat for.

Under statsgældskrisen faldt en række medlemsstaters⁷ kreditvurderinger brat i perioden 2010-2012 og steg igen moderat efter udgangen af 2013.

Diagram 2: Tendenser i kreditvurderinger af stater i euroområdet



Kilde: Europa-Kommissionens egne beregninger

For medlemsstater uden for euroområdet sås et meget større spektrum af kreditvurderinger før, under og efter statsgældskrisen (diagram 3). Mens nogle af medlemsstaterne uden for euroområdet havde en forholdsvis stabil kreditvurdering⁸, oplevede andre en nedadgående⁹ eller opadgående¹⁰ tendens.

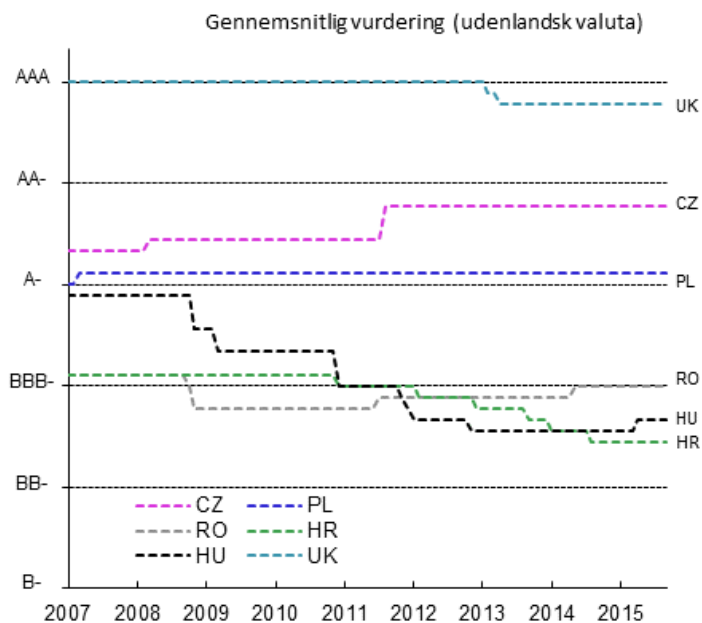
⁷IE, EL, ES, IT og PT.

⁸ PL og RO.

⁹ HR, HU og UK.

¹⁰ CZ.

Diagram 3: Tendenser i kreditvurderinger af medlemsstater uden for euroområdet



Kilde: Europa-Kommissionens egne beregninger

3. Afkast af statsobligationer

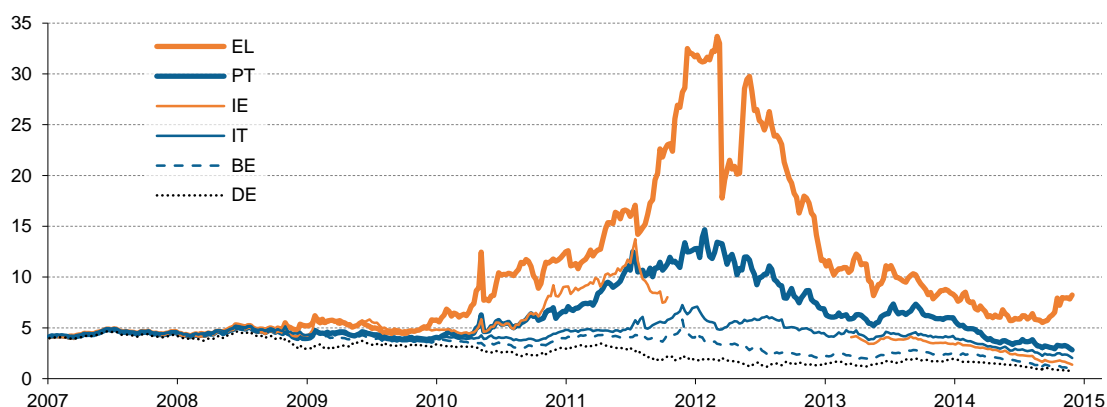
Afkastet af statsobligationer er en vigtig indikator for investorenes opfattelse af en stats kreditrisikoprofil. Forud for statsgældskrisen lå afkastet af statsobligationer i euroområdet stort set på samme niveau¹¹, hvilket tyder på, at investorerne havde samme holdning til euroområdets medlemsstaters kreditværdighed som vist i diagram 4. Under krisen ændrede dette sig i betydelig grad. Siden 2008 har investorerne efterspurgt færre specifikke statsobligationer¹² eller krævet højere afkast, som det ses af udviklingen i afkastene¹³. For visse andre medlemsstater i euroområdet har der kunnet iagttages en faldende tendens i afkastene på statsobligationer. Siden 2013 har afkastet på statsobligationer i euroområdet gradvist udviklet sig i retning af niveauet fra før krisen. Men der er fortsat store forskelle mellem euroområdets enkelte medlemsstater (diagram 4).

¹¹ Jf. diagram 4.

¹² ES, PT, IT, IE, EL og CY.

¹³ Jf. diagram 4.

Diagram 4: Afkast, 10-årige statsobligationer, procent



Kilde: Bloomberg

III. Politiske foranstaltninger til afbødning af risici ved overdreven afhængighed af kreditvurderinger af statsgæld

1. Styrket reguleringsmæssig kontrol med kreditvurderingsbureauer

Efter de utilstrækkelige kreditvurderinger, der blev afgivet under finanskrisen og den efterfølgende statsgældskrise, blev der i 2009 indført nye regler for kreditvurderingsbureauer, herunder krav om registrering og tilsyn med kreditvurderingsbureauerne på nationalt plan. I 2011 blev registrering af og tilsyn med kreditvurderingsbureauerne i EU samlet under Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA).

2. Større gennemsigtighed i kreditvurderinger af statsgæld

Efter statsgældskrisen blev der vedtaget yderligere foranstaltninger i 2013 til forøgelse af gennemsigtigheden og rettidigheden af kreditvurderinger af statsgæld, hvilket bidrog til at mindske risikoen for markedsforstyrrelser.

Kreditvurderingsbureauerne skal bl.a. årligt offentliggøre en kalender med datoerne for offentliggørelsen af deres kreditvurderinger af stater. Kreditvurderinger af statsgæld skal også offentliggøres om fredagen, efter at de regulerede markeder i EU har lukket, for at undgå markedsforstyrrelse i åbningstiden. Kreditvurderingsbureauerne skal supplere deres kreditvurdering med en fuldstændig undersøgelsesrapport, som giver investorerne flere oplysninger om de underliggende årsager til en given ændring i en kreditvurdering af en stat. Desuden skal kreditvurderingsbureauerne informere den pågældende stat i arbejdstiden – og mindst en fuld arbejdsdag før offentliggørelsen – om kreditvurderingen og prognosen herfor. Dette giver staten i lighed med enhver anden kreditvurderet enhed lejlighed til at påpege eventuelle faktuelle fejl over for kreditvurderingsbureauet.

Den samlede virkning af disse regler har øget gennemsigtigheden i kreditvurderingerne af statsgæld. Investorerne får nu flere oplysninger om, hvilke underliggende årsager og antagelser kreditvurderingsbureauerne lægger til grund for deres kreditvurderinger af statsgæld, samt de data, de har brugt. Den yderligere information om kreditvurdering af stater kunne lette og styrke investorernes evne til at foretage mere nøjagtige vurderinger af kreditværdigheden af statsgæld.

Trods disse reguleringsmæssige foranstaltninger afslørede en rapport fra ESMA¹⁴ i 2013 en række mangler i processen med kreditvurderinger af stater, som kunne udgøre en risiko for kvaliteten, uafhængigheden og integriteten af vurderingerne og vurderingsprocessen. I denne rapport påviste ESMA en risiko for interessekonflikter som følge af de roller, som ledelsen og andre funktioner uden vurderingsansvar har i vurderingsprocessen, og af involveringen af de analytikere, som vurderer stater, i forsknings- og publikationsaktiviteter. I rapporten gjorde ESMA rede for risikoen for brud på fortroligheden af kreditvurderingsoplysninger om stater og kontrollerne forud for offentliggørelsen af kreditvurderingerne. Rapporten belyste også risiciene ved timingen af offentliggørelsen af kreditvurderingerne af stater, herunder rettidig offentliggørelse af ændringer i kreditvurderingen. Som led i tilsynsprocessen anmodede ESMA kreditvurderingsbureauerne om at gennemføre handlingsplaner til at afhjælpe denne situation. I sidste ende har ESMA beføjelser til at foretage tilsyn i fornødent omfang.

3. Mindskelse af den overdrevne afhængighed af eksterne kreditvurderinger

Som reaktion på risiciene ved og de negative virkninger af alene og mekanisk at stole på kreditvurderinger (inklusive kreditvurderinger af stater) blev der på internationalt plan gjort en indsats for at mindske den overdrevne afhængighed af kreditvurderinger med det formål at genskabe tilliden til det finansielle system. De principper¹⁵, som Rådet for Finansiell Stabilitet (FSB) har fastlagt i standarder, love og bestemmelser for mindskelse af afhængigheden af kreditvurderingsbureauernes vurderinger, blev godkendt af G20-lederne i november 2010 (topmødet i Seoul)¹⁶. Formålet med principperne er at bringe bankers, institutionelle investorer og andre markedsdeltageres mekaniske afhængighed af kreditvurderinger til ophør, indføre en betydelig ændring i eksisterende praksis og etablere en stærkere intern praksis for vurdering af kreditrisici som et alternativ.

Effektiv mindskelse af overdreven afhængighed af eksterne kreditvurderinger, herunder af stater, kunne nedbringe risikoen for cliff effects i tilfælde af nedjusteringer af staters

¹⁴ Credit Rating Agencies: "Sovereign ratings investigation, ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls", offentliggjort 2. december 2013, ref. ESMA/2013/1775.

¹⁵ Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, Financial Stability Board, 27. oktober 2010.

¹⁶ G20, "Seoul Summit Document", s. 8, findes på: https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Seoul_Summit_Document.pdf.

kreditværdighed. I sit svar til FSB¹⁷ beskrev Europa-Kommissionen sine foranstaltninger til afbødning af risiciene ved afhængigheden af kreditvurderinger. Som opfølgning herpå vil Europa-Kommissionen rapportere om alternative foranstaltninger til vurdering af kreditrisiko og identificere, om der er reelle alternativer, samt fastslå, om det kan lade sig gøre for markedsdeltagerne at gennemføre dem. På grundlag af resultatet af denne rapport kunne Kommissionen overveje at fjerne de tilbageværende henvisninger til kreditvurderinger i EU-lovgivningen inden 2020.

Desuden støtter Kommissionen G20 Data Gaps-initiativet¹⁸, som sigter mod at øge tilgængelighed og sammenlignelighed af økonomiske og finansielle data på internationalt plan. En af anbefalingerne (R17) er at fremme rettidige, grænseoverskridende, standardiserede statslige finansielle statistikker baseret på fælles internationalt anerkendte standarder.

4. Bedømmelse af en europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld

Som led i de politiske foranstaltninger til at mindske den overdrevne afhængighed af kreditvurderinger af stater er det nødvendigt for investorerne at have tilstrækkelig information til at vurdere medlemsstaternes kreditværdighed. Denne information bør sætte investorerne i stand til at foretage deres egen kreditrisikovurdering af stater og ikke alene og mekanisk stole på eksterne kreditvurderinger udstedt af kreditvurderingsbureauer.

Kommissionen indsamler, behandler og offentliggør allerede data om medlemsstaternes økonomiske, finansielle og budgetmæssige situation og resultater i forbindelse med overvågningen af deres økonomi- og finanspolitik. Kommissionen er blevet opfordret til at undersøge, om denne rapportering bør suppleres med yderligere elementer eller indikatorer, og til at udforske muligheden for at udvikle en europæisk vurdering af kreditværdigheden. Dette kunne gøre det muligt for investorerne at foretage en upartisk og objektiv vurdering af medlemsstaternes kreditværdighed.

Kommissionen forelægger derfor "*under hensyntagen til situationen på markedet Europa-Parlamentet og Rådet en rapport om hensigtsmæssigheden af udviklingen af en europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld*"¹⁹. Denne rapport vil danne en del af grundlaget for den kommende rapport fra Kommissionen om, hvorvidt en europæisk vurdering af kreditværdigheden er hensigtsmæssig og gennemførlig. Denne rapport skal være offentliggjort ultimo 2016²⁰.

¹⁷ Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene: "EU action plan to reduce reliance on external credit ratings", findes på: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/140512-fsb-eu-response_en.pdf.

¹⁸ "IMF-FSB, The Financial Crisis and Information Gaps. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors", 29. oktober 2009, findes på: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>.

¹⁹ Artikel 39b, stk. 2, første afsnit, i forordningen om kreditvurderingsbureauer.

²⁰ Artikel 39b, stk. 2, andet afsnit, i forordningen om kreditvurderingsbureauer.

IV. Mangelanalyse af investorernes behov set i forhold til tilgængeligheden af information

Som tidligere understreget letter adgang til tilstrækkelige og fyldestgørende oplysninger investorernes egen vurdering af kreditværdigheden og mindsker afhængigheden af kreditvurderinger af stater. I dette afsnit beskrives den type information, som bruges af investorerne, og den sammenlignes med den tilgængelige information for at fastslå, om der mangler væsentlige oplysninger.

1. Investorernes informationsbehov

A) Investortyper og deres informationsbehov

Der kan skelnes mellem store, primært institutionelle investorer og mindre investorer. Når disse investorer søger ind på statsobligationsmarkederne, har de de samme informationsbehov vedrørende de pågældende stater, men forskellig kapacitet til at vurdere deres kreditrisiko.

I forbindelse med denne rapport gennemførte Kommissionen interview med et begrænset antal store institutionelle investorer såsom banker, pensionsfonde og formueforvaltere og nogle mindre formueforvaltere. På baggrund af disses tilbagemeldinger er de mest relevante oplysninger, der anvendes til vurdering af stater kreditværdighed, data om disse stater makroøkonomiske og finanspolitiske styrke og resultater. Dette omfatter kvantitative data såsom ændring i bruttonationalproduktet (BNP), statsgældens størrelse og forfaldsstrukturen, statens underskud, arbejdsløsheden og konkurrenceevnen. Desuden anses kvalitative oplysninger om retsstatsprincipper og god forvaltning og den politiske situation for at være relevante.

De store institutionelle²¹ investorer, der blev interviewet, fortalte, at de vurderede kreditværdigheden af statsgæld med henblik på investeringsbeslutninger og i tilsynsøjemed, og at de har brug for sammenlignelige data om statsgæld på globalt plan, ikke kun for EU, på grund af deres forretningers globale omfang og deres kunders behov.

For at indhente data, der er sammenlignelige, til at foretage deres egen kreditrisikovurdering benytter de interviewede investorer ofte data fra private dataudbydere, som samler information om stater fra mange forskellige offentlige og private kilder og udbyder en automatiseret datastrøm. Ofte anvender de deres egne analytikere, og nogle tildeler de enkelte stater deres egne interne bedømmelser. Desuden angav nogle institutionelle investorer, at de havde et direkte samarbejde med nationale myndigheder, f.eks. gældsforvaltningsmyndigheder og finansministerier.

På den anden side berettede de mindre investorer om, at de havde mere begrænsede ressourcer til rådighed til at gennemføre deres egen kreditrisikovurdering eller til at skaffe sig adgang til og at analysere data fra forskellige offentlige og private datakilder. Mindre investorer synes at være mere afhængige af kreditvurderingsbureauernes

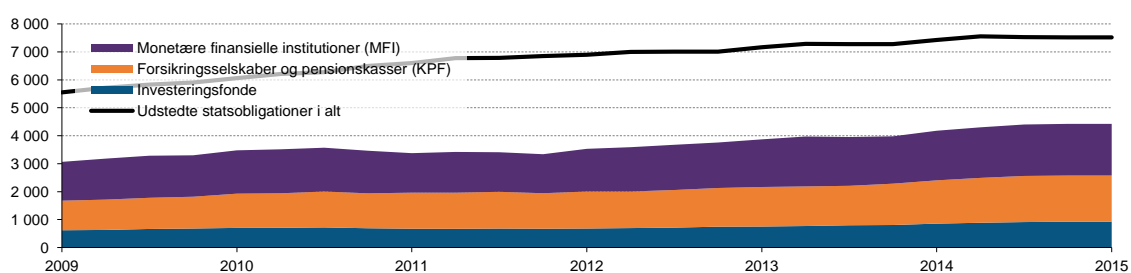
²¹ Sammensat af pensionsfonde, kreditinstitutter og formueforvaltere.

kreditvurderinger. De udfører deres egen yderligere vurdering på ad hoc-basis og ofte i tilknytning til aktuelle begivenheder. Desuden beskrev disse mindre investorer, at oplysningerne om vurderingen af statsgældens kreditværdighed ikke kun anvendes til investeringer i statsobligationer, men også til andre investeringsbeslutninger og porteføljeinvesteringer, som kunne være af relevans for små investorer.

B) Markedssituationen for beholdningerne af statsobligationer

Med hensyn til markedsvirkning tegner de indenlandske institutionelle investorer sig for en stor andel af beholdningerne af euroområdet statsobligationer. Som vist i diagram 5 tegner især hjemmehørende monetære finansielle institutioner (MFI), forsikringselskaber og pensionskasser (KPF) samt investeringsforeninger sig for en stor del af investeringerne i euroområdet statsobligationer.

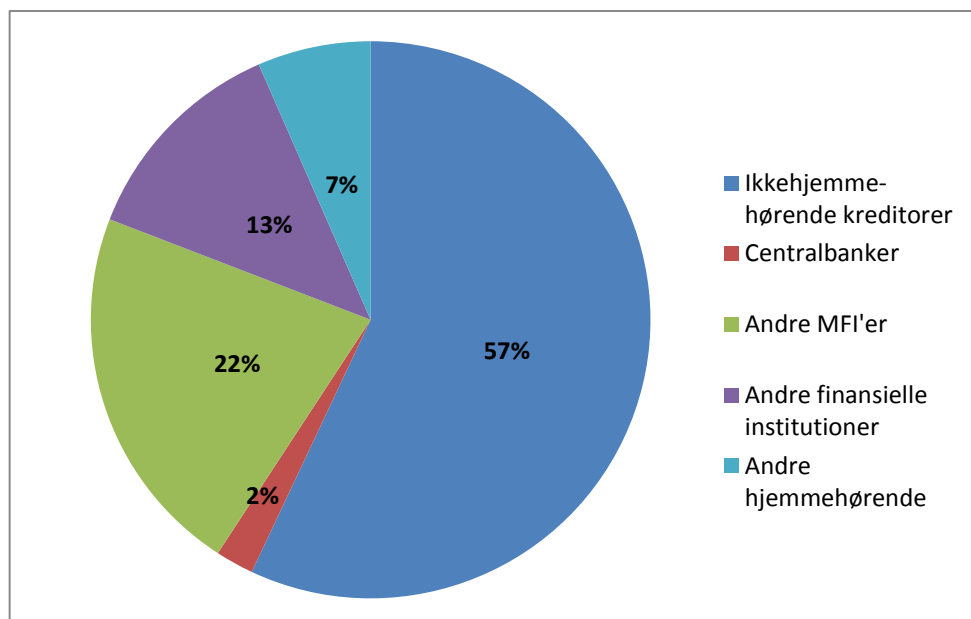
Diagram 5: Udstedelse og beholdninger af statsobligationer, euroområdet, mia. EUR



Kilde: ECB og egne beregninger

Som vist i diagram 6 for euroområdet i 2013 sad ikkeinstitutionelle hjemmehørende investorer inde med 7,2 % af de samlede beholdninger af euroområdet statsobligationer. Derfor tegner disse investorer sig kun for en lille del af investeringerne i statsobligationer. Desuden tegner ikkehjemmehørende kreditorer sig for 57 % af investeringerne i statsobligationer i EU. Dette omfatter både investorer fra andre medlemsstater og fra tredjelande.

Diagram 6: Beholdninger af statsobligationer fordelt på investortyper, 2013, procentdel af samlet statsgæld, Den Europæiske Union



Kilde: ECB, statslige finansielle statistikker, egne beregninger

2. Information, der er til rådighed for investorerne

Markedsdeltagerne har ad både offentlige og private kanaler adgang til en bred vifte af oplysninger om statsgæld. Dette giver investorerne input til at gennemføre deres egen kreditrisikovurdering. Information fra offentlige kilder offentliggøres af medlemsstaterne selv, EU-institutionerne og forskellige internationale organisationer. Desuden tilbyder en række private udbydere oplysninger til investorer. Det gælder bl.a. specialiserede dataudbydere, brancheorganisationer og kreditvurderingsbureauer. Typen af den leverede information, hyppigheden og de omfattede lande varierer meget afhængigt af informationskanalen.

3. Information udsendt af Europa-Kommissionen

På EU-plan har en lang række statistikker og rapporter om den økonomiske situation og udvikling i medlemsstaterne været offentligt tilgængelige gennem et stykke tid. Kommissionen offentliggør på en harmoniseret og sammenlignelig måde data om statsgæld, kvartalsvise statslige finansielle statistikker og data, der indberettes i henhold til proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud. Desuden offentliggør Kommissionen økonomiske prognoser og rapporter over euroområdet, offentlige finanser og finanspolitisk bæredygtighed. Indførelsen af de nye europæiske regler om finanspolitisk og makroøkonomisk overvågning i forbindelse med det europæiske semester har sammen med de skærpede krav, der ifølge det europæiske national- og regionalregnskabssystem (ESA 2010)²² stilles til medlemsstaterne om indberetning af

²² Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 549/2013 af 21. maj 2013 om det europæiske national- og regionalregnskabssystem i Den Europæiske Union (EUT L 174 af 26.6.2013, s. 1).

statslige finansielle statistikker, styrket den information, som investorerne har til rådighed til at vurdere EU's stater kreditværdighed.

A) Styrket finanspolitisk og makroøkonomisk overvågning af medlemsstaterne

På EU-plan er reglerne for stabilitets- og vækstpagten²³ (herefter benævnt pagten) hovedhjørnestenen i EU's økonomiske styring og skal sikre, at Den Økonomiske og Monetære Union fungerer hensigtsmæssigt. Det primære formål med pagten er at fremme en sund finanspolitik og sikre bæredygtige offentlige finanser i medlemsstaterne.

I de seneste år er pagten blevet styrket for at afhjælpe mangler i den økonomiske styring og budgettilsynet og for at forbedre overvågningen af alle EU-medlemsstaters makroøkonomiske og finanspolitiske resultater i almindelighed og euroområdet i særdeleshed. Efter disse initiativer har investorerne nu adgang til yderligere information til brug for deres egen vurdering af de offentlige finansers tilstand.

Det styrkede europæiske semester for samordning af de økonomiske politikker og de seks retsakter, den såkaldte six-pack²⁴, der blev vedtaget i november 2011, styrkede stabilitets- og vækstpagten. Som led i det europæiske semester analyserer Kommissionen nationale planer for budgetmæssige, makroøkonomiske og strukturelle reformer, og på det grundlag vedtager Rådet målrettede anbefalinger rettet til de enkelte medlemsstater. Desuden iværksættes et system med økonomiske sanktioner over for medlemsstater i euroområdet i tilfælde af for store makroøkonomiske ubalancer og/eller budgetunderskud.

I forbindelse med det europæiske semester²⁵ offentliggøres en række rapporter, hvori Kommissionen gør status over den makroøkonomiske og budgetmæssige situation i alle medlemsstater. Der er tale om følgende:

- 1) den årlige vækstundersøgelse (november), som angiver EU's prioriteter med hensyn til at skabe vækst og beskæftigelse
- 2) rapporten om varslingsmekanismen i tilknytning til proceduren i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer, som på baggrund af en resultattavle med indikatorer afdækker de medlemsstater, der kræver yderligere analyse
- 3) landerapporterne (februar/maj), hvori Kommissionen offentliggør en enkelt analytisk økonomisk vurdering pr. medlemsstat af dennes økonomiske situation,

²³ Pagten er fast forankret i traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF) og består af Rådets forordning (EF) nr. 1466/97 (den "forebyggende del" med hjemmel i artikel 121 i TEUF) og Rådets forordning (EF) nr. 1467/97 (den "korrigerende del" med hjemmel i artikel 126 i TEUF) samt efterfølgende ændringer heraf og relateret lovgivning.

²⁴ Six-packen er et sæt med fem forordninger og ét direktiv, som trådte i kraft den 13. december 2011 og dækker finanspolitisk overvågning og makroøkonomisk overvågning i henhold til den nye procedure i forbindelse med makroøkonomiske ubalancer.

²⁵ En oversigt over faserne i det europæiske semester findes på: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm.

reformdagsorden og – når det anses for relevant på grundlag af rapporten om varslingsmekanismen – eventuelle ubalancer. For flere medlemsstater, der er identificeret i en resultattavle, gennemføres en tilbundsående undersøgelse. Denne undersøgelse omfatter en vurdering af den offentlige og/eller private gældsætning i lyset af den fremtidige låneudvikling og -omkostning; og

4) herefter fremsættes landespecifikke henstillinger (maj) af Kommissionen, til vedtagelse af Rådet; de yder skræddersyet politisk rådgivning til medlemsstaterne på de områder, der prioriteres de kommende 12-18 måneder. Henstillingerne ledsages af en vurdering af medlemsstaternes stabilitets- og konvergensprogrammer.

For euroområdet blev der indført en yderligere mekanisme. Denne reformpakke, den såkaldte two-pack²⁶, har været i kraft siden maj 2013 i alle euroområdets medlemsstater og yderligere øget gennemsigtigheden i euroområdets medlemsstaters budgetbeslutninger og har dermed forbedret samordningen af medlemsstaternes planer for udstedelse af gældsinstrumenter.

For at sikre samordningen af finanspolitikken i de medlemsstater, som har euroen som valuta, skal staterne (undtagen lande, der er omfattet af et makroøkonomisk tilpasningsprogram) også ifølge two-packen indsende deres budgetudkast for det følgende år til Kommissionen inden den 15. oktober hvert år²⁷. Kommissionen leverer to vurderinger af budgetudkastene: en udtalelse om hver medlemsstats budgetplan og en overordnet vurdering af budgetsituationen og udsigterne for euroområdet som helhed.

Udtalelsen om udkastet til budgetplan for hver af euroområdets medlemsstater udarbejdes på grundlag af vurderingen af overholdelsen af stabilitets- og vækstpagten og bygger på Kommissionens efterårsprognose. Hvis Kommissionen mener, at en medlemsstats udkast til budgetplan i særlig alvorlig grad ikke overholder stabilitets- og vækstpagtens forpligtelser, kan den kræve et revideret udkast fremsendt.

Al information vedrørende det europæiske semester er offentlig. Således giver den investorerne rettidig og regelmæssig information baseret på en fælles metodologi. Den supplerer de oplysninger, der allerede er offentliggjort af medlemsstaternes nationale statistiske kontorer, nationale gældsforvaltningsmyndigheder og private informationsudbydere.

Det europæiske semester har strømlinet de informationsstrømme, der er tilgængelige for investorerne. Dette giver dem mulighed for at få et bedre billede af medlemsstaternes makroøkonomiske og finanspolitiske resultater. Det giver dem også en ekstra

²⁶ Two-packen består af to forordninger om indførelse af yderligere overvågningsprocedurer for euroområdets medlemsstater.

²⁷ Disse udkast offentliggøres af Kommissionen i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 473/2013 af 21. maj 2013 om fælles bestemmelser om overvågning og evaluering af udkast til budgetplaner og til sikring af korrektion af uforholdsmæssigt store underskud i medlemsstaterne i euroområdet (EUT L 140 af 27.5.2013, s. 11).

informationskilde og rådata til gennemførelse af deres egne kreditrisikovurderinger af staterne.

Desuden er der udviklet andre redskaber på EU-plan til vurdering af medlemsstaternes makroprudentielle styrke. F.eks. har Kommissionens Generaldirektorat for Økonomiske og Finansielle Anliggender (GD ECFIN) udarbejdet et indeks til tidlig påvisning af finanspolitisk pres i EU-lande.

Desuden offentliggør Kommissionen hvert tredje år en rapport om befolkningsaldringen med analyser af den økonomiske virkning af demografiske forandringer. Disse aldringsrapporter suppleres med rapporter om den finanspolitiske bæredygtighed i medlemsstaternes offentlige finanser set på baggrund af de finansielle, økonomiske og finanspolitiske virkninger af de demografiske forandringer.

B) ESA 2010

ESA 2010 er med virkning fra september 2014 trådt i stedet for ENS 1995²⁸. Ved ESA 2010 præciseres definitionerne og reglerne vedrørende statslige finansielle statistikker, hvorved nøjagtigheden og sammenligneligheden af sådanne statistikker er blevet styrket.

ESA 2010 definerer og regulerer medlemsstaternes indberetning af information om statsgæld og præciserer indberetningskravene for og behandlingen af visse specifikke finansielle transaktioner såsom eventualforpligtelser, offentlig-private partnerskaber og brugen af til formålet oprettede selskaber (SPV'er), som tidligere ikke altid blev indberettet på samme måde af medlemsstaterne i forbindelse med deres statslige finansielle statistikker. Som et resultat heraf giver de statistiske oplysninger indhentet om statslige finansielle statistikker et samlet overblik over EU-medlemsstaternes udestående statsgæld. Dette giver investorerne mulighed for at få nøjagtige oplysninger om gældsætningen i hele EU.

4. Konklusion på udbud af og efterspørgsel efter oplysninger om vurderinger af stater kreditværdighed

Af ovenstående analyse fremgår, at der findes en bred vifte af oplysninger, som investorerne har til rådighed til deres vurdering af kreditværdigheden af statsgælden i EU. Især offentliggør Europa-Kommissionen en lang række oplysninger om EU's medlemsstater. På grund af de nye regler om finanspolitisk og makroøkonomisk overvågning med medlemsstaterne er endnu flere oplysninger for nylig blevet tilgængelige. På baggrund af interview med et udvalg af investorer som beskrevet i afsnittet ovenfor kunne der ikke konstateres et væsentligt misforhold mellem de offentliggjorte oplysninger og den information, som deltagerne på de finansielle markeder bruger eller efterspørger med henblik på vurdering af kreditværdighed.

²⁸ Rådets forordning (EF) nr. 2223/96 af 25.6.1996 om det europæiske national- og regionalregnskabssystem i Det Europæiske Fællesskab (EFT L 310 af 30.11.1996, s. 1).

V. Hensigtsmæssigheden af udviklingen af en europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld

En potentiel europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld kunne opfylde en række målsætninger og en række betingelser, der må anses for hensigtsmæssige og proportionale. Den bør bidrage til at mindske den overdrevne afhængighed af eksterne kreditvurderinger, når statsgælden skal vurderes. Desuden bør den forbedre markedssituationen med hensyn til de informationskilder, der er tilgængelige for dem, der ønsker at vurdere stateres kreditværdighed. For at fastslå, om en europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld ville være hensigtsmæssig, bør man desuden overveje det potentielle anvendelsesområde og mandat samt den potentielle økonomiske indvirkning af et sådant system på interessenterne, herunder investorer, udstedere, kreditvurderingsbranchen og skatteborgerne.

1. Typologi for en potentiel europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld

En europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld kunne udformes meget forskelligt og med forskellige målsætninger. Anvendelsesområdet kan fastlægges ud fra de oplysninger (kvantitative eller kvalitative), hvorpå vurderingen bygger, og niveauet for og soliditeten af den vurdering, som investorerne får.

A) Vurderingens anvendelsesområde

En EU-kreditværdighedsvurdering kunne føre til, at et europæisk offentligt organ offentliggjorde økonomiske indikatorer og undersøgelsesrapporter med en kvantitativ og kvalitativ vurdering af EU's stater. Disse rapporter ville være en alternativ informationskilde, dog uden en enkelt indikator som den, der benyttes af kreditvurderingsbureauerne.

I snæver forstand kunne det defineres som et europæisk offentligt organ, som på grundlag af et sæt kvantitative data om EU's medlemsstater foretager en vurdering af kreditværdigheden af EU's medlemsstater og regelmæssigt offentliggør ændringerne i disse kvantitative data. Dette ville udgøre en alternativ kilde til kvantitative oplysninger om stateres kreditværdighed sammenlignet med de eksisterende kreditvurderingsbureauer.

B) Forvaltning af en europæisk vurdering af kreditværdighed

For at en europæisk vurdering ville kunne anses af markedsdeltagerne for at være en troværdig måling af kreditværdigheden, er det nødvendigt, at den foretages af et troværdigt og anerkendt organ, enten en eksisterende enhed eller et nyt organ.

Opgaven kunne overlades til eksisterende EU-institutioner, -organer eller -agenturer eller til et nyt offentligt organ, der skulle oprettes. For et eksisterende organs vedkommende skal der ses på, om en ny opgave påvirker den effektive gennemførelse af dets nuværende mandat. I Europa-Kommissionen foretages der allerede en stort set identisk vurdering inden for de nuværende rammer af den økonomiske og finanspolitiske overvågning af medlemsstaterne, som omfatter kvantitative og kvalitative vurderinger af EU's medlemsstater.

C) Omkostninger

De forskellige muligheder, der er opstillet ovenfor for en eventuel europæisk vurdering af kreditværdighed, ville have forskellige, men dog store konsekvenser for fastlæggelsen af de ressourcer, som vurderingen kræver for at blive indført, og den potentielle virkning, den vil få for markedet.

Navnlig ville oprettelsen af et nyt organ medføre store etableringsomkostninger, som bør holdes op mod de potentielle fordele for EU's statsobligationsmarked og den europæiske økonomi som helhed. Kommissionen har allerede tidligere beregnet de potentielle omkostninger, som et sådant tiltag ville medføre, og konkluderet, at de medfølgende fordele ikke står mål hermed²⁹. Især da et nyt organ blot ville overlappende de oplysninger, som de eksisterende EU-institutioner leverer om EU's stater, ville fordelene sandsynligvis ikke opveje omkostningerne.

2. Virkning af en europæisk vurdering af kreditværdighed

A) Virkning for afhængigheden af kreditvurderinger af stater

Hvis en potentiel europæisk vurdering af kreditværdighed udgjorde et alternativ til eksterne vurderinger, kunne det mindske afhængigheden af disse. En potentiel europæisk vurdering af kreditværdighed bør supplere de eksisterende informationskilder og hindre, at investorerne alene og mekanisk benytter denne.

Rådet for Finansiell Stabilitet opfordrer i sin rapport³⁰ om gennemførelsen af FSB's principper om mindskelse af afhængigheden af kreditvurderinger myndighederne til at vogte sig for fristen til kun at vedtage et mindre antal alternative foranstaltninger til vurdering af kreditværdighed i stedet for kreditvurderingsbureauernes vurderinger, da dette på ny kan virke procyklisk og udløse flokadfærd.

I det omfang der sker en overlappning med de eksisterende oplysninger, som stammer fra den aktuelle makroøkonomiske overvågning af europæiske stater, kan det forventes, at virkningen for mindskelsen af den overdrevne afhængighed af eksterne kreditvurderinger vil være begrænset.

B) Virkning for investorerne

Virkingen af en europæisk vurdering af kreditværdighed ville være afhængig af investortypen.

Baseret på interview med en gruppe udvalgte institutionelle investorer ville fordelene for disse være begrænsede, da de allerede foretager en tilbundsående vurdering af kreditværdighed ud fra eksisterende datakilder. Det eksisterende system med finanspolitisk og makroøkonomisk overvågning tilvejebringer allerede alle relevante

²⁹ SEC(2011) 1354, Impact assessment, accompanying proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, s. 34-37.

³⁰ Rådet for Finansiell Stabilitet, "Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings", findes på: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_140512.pdf.

oplysninger til brug for vurderingen af EU's staters kreditværdighed. En europæisk vurdering af kreditværdighed ville blot give et yderligere input til deres kreditrisikovurderingssystem. Desuden foretrækker de interviewede institutionelle investorer, der investerer i det globale statsobligationsmarked, data, der er sammenlignelige på globalt plan og ikke begrænset til et geografisk område som EU. Denne information leveres allerede af internationale institutioner som Den Internationale Valutafond (IMF)³¹, Verdensbanken³² og Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling (OECD)³³.

På baggrund af interview med mindre investorer kunne disse under visse omstændigheder få fordel af en europæisk vurdering af kreditværdighed, hvis den kunne mindske byrden med at indsamle og analysere alle tilgængelige relevante oplysninger. Selv om de nyder godt af den gennemsigtighed, som det nye system med finanspolitisk og makroøkonomisk overvågning i EU sikrer, har de begrænset kapacitet til at behandle disse oplysninger.

Men i den nuværende situation ville en europæisk vurdering af kreditværdighed kun tilføje en beskedent merværdi til den eksisterende information fra den finanspolitiske og makroøkonomiske overvågning, især sammenlignet med de omkostninger, der er forbundet med oprettelse af en europæisk vurdering.

C) Virkning for konkurrencen i vurderingsbranchen

En ægte europæisk vurdering af kreditværdighed kunne skabe en ny offentlig konkurrent til de eksisterende offentlige og private informationskilder. Det ville indirekte udfordre de eksisterende kreditvurderingsbureauer og konkurrere med eksisterende private indsamlere af information, som gøres tilgængelig for investorerne. Desuden ville det udgøre et alternativ til noget af den økonomiske forskning i europæiske stater, som udføres af internationale offentlige institutioner såsom IMF, Verdensbanken og OECD.

3. Konklusion på hensigtsmæssigheden af en europæisk vurdering af kreditværdighed

En europæisk vurdering af kreditværdighed ville kun have begrænset virkning for indsatsen for at mindske afhængigheden af vurderinger af statsgæld, da den sandsynligvis ville overlape eksisterende oplysninger. Desuden kunne ukorrekt forvaltning heraf medføre risiko for overdreven afhængighed af et nyt alternativ, hvis investorerne udelukkende anvender dette.

³¹ F.eks. IMF's landerapporter, der findes på: <http://www.imf.org/external/country/index.htm>. Andre globale IMF-statistikker over økonomiske nøgletal, som kan anvendes til vurdering af staters kreditværdighed, findes på: <http://www.imf.org/external/data.htm>.

³² F.eks. Verdensbankens statistikker over statsgæld, der findes på: <http://data.worldbank.org/data-catalog/international-debt-statistics>.

³³ F.eks. OECD's økonomiske prognoser, der findes på: <http://www.oecd.org/eco/economicoutlook.htm>, og OECD's undersøgelser og statistikker vedrørende offentlige finanser og statsgæld, der findes på: <http://www.oecd.org/eco/public-finance/>.

På baggrund af interview med udvalgte investorer ville en europæisk vurdering af kreditværdighed desuden ikke i væsentlig grad forbedre informationsniveauet for de institutionelle investorer. Disse investorer har adgang til tilstrækkelige oplysninger fra private og offentlige kilder. Dette er blevet yderligere forbedret gennem det nye system med finanspolitisk og makroøkonomisk overvågning af medlemsstaterne i forbindelse med det europæiske semester. For mindre investorer, som også nyder godt af overvågningsmekanismen, kunne en europæisk vurdering af kreditværdighed give visse fordele ved at nedbringe informationsindsamlingsbyrden. Imidlertid er deres kapacitet til at udnytte et sådant informationsredskab begrænsede. Endelig ville en europæisk vurdering af kreditværdighed konkurrere med eksisterende private informationsudbydere, herunder kreditvurderingsbureauerne.

Samlet set forekommer en europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld hverken proportional eller hensigtsmæssig på dette trin i forhold til investorerne behov og målsætningen om at bekæmpe den overdrevne afhængighed af eksterne kreditvurderinger. Derfor vil Kommissionen ikke gå videre med gennemførelse og udvikling af en sådan europæisk vurdering af kreditværdigheden af statsgæld. Imidlertid vil Kommissionen fortsat udforske mulige alternative kilder til lettilgængelig information for at dække mindre investorerne behov som forklaret i næste afsnit.

VI. Alternative foranstaltninger

Trods Europa-Kommissionens omfangsrige formidling af økonomiske og finanspolitiske data om europæiske medlemsstater har mindre investorer måske vanskeligt ved at vurdere kreditværdigheden af statsgæld på grund af deres begrænsede kapacitet til at behandle disse oplysninger. For at afhjælpe dette kunne man træffe andre foranstaltninger med fokus på strømmen af den underliggende information, der er brug for til at vurdere kreditværdigheden.

Kommissionen vil gøre yderligere overvejelser om følgende foranstaltninger:

1. Inkorporering af internationale standarder for gennemsigtighed

For det første kunne det overvejes, at medlemsstaterne benytter international bedste praksis med hensyn til indberetning af statsgæld og udstedelse af gældsinstrumenter. Et øget harmoniseringsniveau baseret på internationale standarder kunne indskrænke de resterende forskelle i medlemsstaternes praksis for offentliggørelse. Dette kunne forbedre det samlede informationsflow om statsgæld og udstedelse af gældsinstrumenter, som investorerne har adgang til. Enhver foranstaltning af den art ville skulle supplere snarere end overlape den eksisterende retlige ramme for medlemsstaternes indberetning af statistiske data til organer som Eurostat. Når resultaterne fra OECD Task Force on Transparency of Debt Statistics, Debt Operations and Public Debt Policies³⁴ foreligger, kunne de danne grundlag for denne analyse.

³⁴ Hans J. Blommestein, Fatos Koc and Thomas Olofsson (eds.), (udkommer i 2015), "Recommendations on the Transparency of Debt Statistics, Debt Operations and Public Debt Policies, OECD Publishing".

2. Fremme af medlemsstaternes brug af bedste praksis

For det andet vil Kommissionen undersøge nærmere, hvorvidt bedste praksis hos bestemte medlemsstater kan udbredes til alle andre medlemsstater for at forbedre adgangen til data om national offentlig gæld. F.eks. offentliggør visse medlemsstater særlige nationale databaser med detaljerede oplysninger om deres udestående offentlige gæld. Disse databaser er let og frit tilgængelige for alle investorer og andre interesserede parter.

3. Strømning af Kommissionens offentliggørelse af data

Endelig findes der på EU-plan tilgængelig information om økonomiske resultater og demografiske forhold, som offentliggøres af Kommissionen gennem forskellige websider og databaser. Kommissionen kunne forsøge sig med strømning af, hvordan og hvor eksisterende data, der indberettes af medlemsstaterne, stilles til rådighed for offentligheden.