

8. juni 2012

International Økonomi

/MSS-dep

Grund- og nærhedsnotat

Grønbog fra Kommissionen vedr. muligheden for at introducere stabilitetsobligationer

1. Resumé

Kommissionen har fremlagt en grøn bog vedr. stabilitetsobligationer i eurozonen. Grønbogen er ikke fulgt op af et lovgivningsforslag. Kommissionens grøn bog søger at afdække mulighederne for samt fordele og ulemper ved at udstede stabilitetsobligationer, som er en fælles udstedelse af statsobligationer blandt eurolandene ("stability bonds", også refereret til som "eurobonds").

2. Baggrund

Grønbogen vedr. Stability Bonds, "Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds" (COM(2011) 818), blev offentliggjort den 23. november 2011.

Kommissionens grøn bog søger at afdække mulighederne for samt fordele og ulemper ved at udstede stabilitetsobligationer, som er en fælles udstedelse af statsobligationer blandt eurolandene ("stability bonds", også refereret til som "eurobonds"). Grønbogen skal ses i lyset af gældskrisen, hvor en række eurolande, særligt lande med store økonomiske og finanspolitiske udfordringer, har været og er under pres på de finansielle markeder, der kræver høje renter på landenes statsobligationer, og hvor nogle lande ikke har kunnet sikre finansiering på markedsvilkår og derfor har måttet modtage lån fra IMF samt eurolandene eller EU.

Grønbogen er ikke fulgt op af et lovgivningsforslag.

3. Formål og indhold

Grønbogen indeholder generelle overvejelser og mulige modeller for fælles udstedelse af stabilitetsobligationer af eurolandene.

Rationale og forudsætning for stabilitetsobligationer

Kommissionens grøn bog argumenterer for, at formålet med en fælles obligationer er, at alle eurolande kan finansiere sig gennem fælles udstedelse af obligationer, der ville udgøre et stort marked og dermed være mere likvide og har en relativt højere kreditværdighed og dermed lavere rente end de nationale obligationer fra de fleste enkelte eurolande. Et marked for fælles udstedte statsobligationer ville styrke euroens rolle i det globale finansielle system og gøre euroen mere attraktiv for investorer, og dermed bidrage til at euroen i højere grad blev anvendt som en global reserve-valuta.

Kommissionens grøn bog argumenterer endvidere for, at fælles udstedelse af obligationer vil påvirke de enkelte eurolandes incitament til at føre en sund finanspolitik og sikre moderate underskud og lånefinansieringsbehov samt lave gælds niveauer. Det kan mindske landenes samlede incitament til at føre en sund og holdbar økonomisk politik, at der ved udstedelsen af fælles obligationer ikke længere er en direkte omkostning i form af højere renter i markedet, hvis der føres en uholdbar økonomisk politik i det enkelte land.

Muligheder for udstedelse af stabilitetsobligationer

Kommissionen opstiller tre generelle modeller for en mulig udstedelse af stabilitetsobligationer:

1. En fuld substitution fra nationale statsobligationer til fælles stabilitetsobligationer med fælles garantier.
2. En delvis substitution fra nationale statsobligationer til fælles stabilitetsobligationer med fælles garantier.

3. En delvis substitution fra nationale statsobligationer til fælles stabilitetsobligationer med respektive garantier, men ikke fælles garantier.

Model 1 indebærer, at fælles stabilitetsobligationer helt erstatter nationale statsobligationer fra de enkelte eurolande. Model 2 og 3 indebærer, at fælles stabilitetsobligationer delvist erstatter nationale statsobligationer, fx sådan, at de fælles obligationer dækker national gæld op til 60 pct. af BNP, mens nationale obligationer dækker national gæld udover 60 pct. af BNP. Model 1 vil dermed generelt sikre de største gevinster i form af likviditet m.v. og dermed de laveste renter, mens model 2 og 3 vil sikre lave renter på den første del af gælden (under 60 pct. af BNP), men højere renter på den anden del af gælden (over 60 pct. af BNP) for lande, hvor den økonomiske politik, kreditværdigheden m.v. ligger under gennemsnittet.

I model 1, hvor al gæld består af fælles stabilitetsobligationer, garanterer eurolandene i fællesskab for de samlede statsgældsforpligtelser for alle eurolande. I model 2, hvor de fælles obligationer dækker gæld op til fx 60 pct. af BNP, garanterer eurolandene i fællesskab kun statsgældsforpligtelser op til de 60 procent af BNP, mens gæld udover de 60 procent af BNP vil være garanteret af det enkelte euroland. I model 3 er der ikke en generel fælles garantistillelse for stabilitetsobligationerne, men de enkelte lande garanterer individuelt en andel af de udstedte stabilitetsobligationer efter en specifik fordelingsnøgle. En fælles garantistillelse som i model 1 og delvist i model 2, indeholder de største gevinster i forhold til kreditværdighed og lavere renter på stabilitetsobligationerne (dvs. alle obligationer i model 1 og op til 60 pct. af BNP i model 2). En fælles garantistillelse som i model 1 og delvist i model 2 medfører dog samtidig de største risici for en svækket finanspolitisk disciplin, idet der dog fortsat vil være individuel dækning og dermed incitamenter til disciplin ift. gæld udover de 60 pct. af BNP i model 2.

Samlet set vurderer Kommissionen, at model 1 indebærer de største potentielle gevinster, men samtidig indebærer de største risici for svækkelse af incitamenterne til finanspolitisk disciplin, mens model 3 omvendt indebærer de mindste potentielle gevinster og mindste risici for incitamenterne.

Den fælles garantistillelse i model 1 og 2 vil sandsynligvis kræve en ændring af traktaten, fordi Lissabontraktatens artikel 125 indeholder et forbud mod hæftelse for medlemsstaters individuelle gældsforpligtelser, mens model 3 ikke vurderes at kræve traktatændringer. Afhængig af den konkrete model, så kan indførelsen af stabilitetsobligationer have en indvirkning på markedet for statsobligationer i EU som helhed.

Finanspolitiske rammer

I lyset af stabilitetsobligationers effekter på incitamenterne til finanspolitisk disciplin vurderer Kommissionen, at et forslag om stabilitetsobligationer vil kræve en styrkelse af de finanspolitiske regler og den finanspolitiske koordinering i eurozonen, der går videre end styrkelsen af reglerne i Stabilitets- og Vækstpagten, der trådte i kraft ultimo 2011.

Andre spørgsmål vedr. en implementering af stabilitetsobligationer

Foruden den konkrete model for stabilitetsobligationer og ændrede finanspolitiske rammer, så er der en række uafklarede tekniske og praktiske spørgsmål. En fælles udstedelse af statsobligationer i eurozonen vil kræve helt nye eller en udbygning af eksisterende institutioner for at håndtere koordineringen af gældsforpligtelserne, refinansiering og en effektiv servicering af gælden.

Konklusioner

Kommissionen vurderer at et forslag om stabilitetsobligationer i eurozonen potentielt kan have store positive gevinster for eurolandene, men også rummer betydelige udfordringer. Grønbogen lægger op til flere analyser og drøftelser, og Kommissionen anfører, at den først senere i processen vil fremlægge sine mere konkrete synspunkter om det videre arbejde med stabilitetsobligationer.

4. Europa-Parlamentets udtalelser

Europaparlamentet vedtog d. 15. februar 2012 en udtalelse vedr. "feasibility of introducing stability bonds" (2011/2959(RSP)) på baggrund af Kommissionens grønbog.

5. Nærhedsprincippet

Grønbogen fra Kommissionen er ikke et lovgivningsforslag og har derfor ikke relevans for nærhedsprincippet.

6. Gældende dansk ret

Grønbogen fra Kommissionen er ikke et lovgivningsforslag og har derfor ikke indflydelse på dansk lovgivning.

7. Økonomiske og samfundsmæssige konsekvenser

Grønbogen fra Kommissionen er ikke et lovgivningsforslag og har derfor ikke umiddelbare økonomiske eller samfundsmæssige konsekvenser.

8. Høring

Grønbogen blev offentliggjort d. 23. november 2011 med henblik på høring. Der foreligger ikke oplysninger om eventuelle høringssvar.

9. Generelle forventninger til andre landes holdninger

Nogle eurolande støtter en form for fælles udstedelse af statsobligationer med henvisning til forbedrede finansieringsmuligheder og lavere renter på gælden, mens andre lande er skeptiske over for en fælles udstedelse af statsobligationer med henvisning til negative effekter på den finanspolitiske disciplin.

10. Regeringens foreløbige generelle holdning

Grønbogen om stabilitetsobligationer vedrører fælles stabilitetsobligationer i eurozonen, som Danmark ikke er en del af. Principielt er regeringen overordnet enig med Kommissionen i, at fælles stabilitetsobligationer i konkrete tilfælde kan indebære potentielle gevinster i form af lavere renter på offentlig gæld og styrket finansiel stabilitet, men samtidig indebærer risiko for at incitamenterne til at føre en holdbar og stabilitetsorienteret finanspolitik sættes over styr.

11. Tidligere forelæggelser for Folketingets Europaudvalg

Kommissionens grønbog om stabilitetsobligationer har ikke været forelagt Folketingets Europaudvalg som en sag på dagsordenen for et rådsmøde. Folketingets Europaudvalg er dog blevet orienteret om grønbogen d. 25. november 2011 i forbindelse med en forelæggelse om det europæiske semester og Kommissionens vækstundersøgelse.