



COMISIA EUROPEANĂ

Bruxelles, 23.11.2011
COM(2011) 818 final

CARTE VERDE

privind fezabilitatea introducerii obligațiunilor de stabilitate

CARTE VERDE

privind fezabilitatea introducerii obligațiunilor de stabilitate

1. MOTIVARE ȘI CONDIȚII PREALABILE PENTRU OBLIGAȚIUNILE DE STABILITATE¹

1.1. Context

Obiectivul prezentei cărți verzi este de a lansa o amplă consultare publică privind conceptul de obligațiuni de stabilitate, cu toate părțile interesate, adică statele membre, actorii de pe piețele financiare, asociațiile profesionale ale participanților la piețele financiare, specialiștii din mediul academic, din UE și din afara UE, precum și publicul larg, care să permită Comisiei Europene să stabilească pașii care trebuie urmați.

Acest document evaluează fezabilitatea emisiunii comune de obligațiuni suverane (denumită în continuare „emisiune comună”) de către statele membre ale zonei euro, precum și condițiile necesare². Emisiunea de obligațiuni suverane în zona euro se realizează în prezent de către statele membre, în mod descentralizat, utilizând diverse proceduri de emisiune. Introducerea obligațiunilor de stabilitate emise în comun ar presupune emisiunea comună de obligațiuni suverane de către statele membre și împărțirea fluxurilor de venituri asociate și a costurilor serviciului datoriei. Aceasta ar modifica în mod semnificativ structura pieței de obligațiuni suverane din zona euro, care este cel mai important segment al pieței financiare din zona euro în ansamblu (a se vedea anexa 1 pentru detalii privind piețele de obligațiuni suverane din zona euro).

Conceptul de emisiune comună a fost pentru prima dată discutat de statele membre la sfârșitul anilor '90, atunci când grupul Giovannini (care a oferit Comisiei consultanță privind evoluțiile legate de euro ale pieței de capital) a publicat un raport în care sunt prezentate o serie de posibile opțiuni pentru coordonarea emisiunii de instrumente de datorie suverană în zona euro³. În septembrie 2008, *European Primary Dealers Association* (EPDA) a publicat un document de reflecție intitulat „Obligațiuni publice europene comune”, care a reaprințat interesul participanților la piață pentru emisiunea comună⁴. Documentul a confirmat

¹ În dezbaterile publice și în literatura de specialitate se utilizează de obicei termenul „euro-obligațiuni”. Comisia consideră că principala caracteristică a unui astfel de instrument ar fi capacitatea de consolidare a stabilității financiare în zona euro. Prin urmare, în concordanță cu discursul președintelui Barroso privind starea Uniunii, din 28 septembrie 2011, în prezenta carte verde se utilizează termenul „obligațiuni de stabilitate”.

² În principiu, emisiunea comună s-ar putea extinde și la statele care nu fac parte din zona euro, însă aceasta ar implica un risc valutar. O parte importantă a obligațiunilor mai multor state membre care nu fac parte din zona euro sunt deja denominate în euro, astfel încât acest aspect nu ar trebui să reprezinte un obstacol semnificativ. Toate statele membre ar putea fi interesate să participe la sistemul obligațiunilor de stabilitate, în special dacă acest lucru ar contribui la asigurarea unei finanțări cu costuri reduse și ar genera efecte pozitive asupra economiei prin piața internă. Din punctul de vedere al obligațiunilor de stabilitate, cu cât participă mai multe state membre, cu atât crește probabilitatea unor efecte pozitive, generate în principal de creșterea lichidității.

³ Grupul Giovannini: Raport privind emisiunea coordonată de instrumente de datorie publică în zona euro (11/2000). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

⁴ A se vedea un raport al European Primary Dealers Association intitulat Points to the Viability of a Common European Government Bond, <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436>.

că, la aproape 10 de ani de la introducerea euro, piețele de obligațiuni publice din zona euro au rămas foarte fragmentate și a prezentat avantajele și inconvenientele emisiunii comune. În 2009, serviciile Comisiei au discutat din nou chestiunea emisiunii comune în raportul privind UEM@10.

Adâncirea crizei datoriilor suverane din zona euro a declanșat o dezbatere mai amplă privind fezabilitatea emisiunii comune⁵. Un număr semnificativ de personalități politice, analiști de piață și specialiști din mediul academic au promovat ideea emisiunii comune ca instrument puternic de rezolvare a problemelor de lichiditate care afectează câteva state membre din zona euro. Pe acest fundal, Parlamentul European a solicitat Comisiei să investigheze fezabilitatea emisiunii comune în contextul adoptării pachetului legislativ privind guvernanța economică a zonei euro, subliniind că emisiunea comună de obligațiuni de stabilitate ar implica de asemenea pași suplimentari în direcția unei politici economice și fiscale comune⁶.

Deși emisiunea comună a fost în general privită ca o opțiune pe termen lung, dezbaterile mai recente s-au concentrat pe potențialele sale beneficii pe termen scurt, ca modalitate de a reduce tensiunile de pe piața datoriilor suverane. În acest context, introducerea obligațiunilor de stabilitate nu ar avea loc la finalul unui proces de convergență economică și fiscală, ci s-ar produce în paralel cu creșterea convergenței și ar stimula stabilirea și implementarea cadrului necesar pentru o astfel de convergență. O astfel de abordare paralelă ar necesita un progres imediat și decisiv în procesul de integrare economică, financiară și politică a zonei euro.

Obligațiunile de stabilitate ar fi diferite de actualele instrumente emise în comun. Obligațiunile de stabilitate ar constitui un instrument destinat acoperirii nevoilor cotidiene de finanțare ale administrațiilor publice din zona euro prin emisiune comună. În acest sens, acestea ar trebui diferențiate de alte obligațiuni emise în comun în Uniunea Europeană și în zona euro, cum ar fi cele destinate finanțării asistenței externe acordate statelor membre și țărilor terțe⁷. În consecință, obligațiunile de stabilitate ar fi emise la o scară mult mai mare și

⁵ A se vedea anexa 2 pentru o prezentare generală a contribuțiilor analitice la dezbaterile privind obligațiunile de stabilitate.

⁶ Rezoluția Parlamentului European din 6 iulie 2011 referitoare la criza financiară, economică și socială: recomandări privind măsurile și inițiativele care trebuie luate [(2010/2242(INI)] precizează: " ...13. solicită Comisiei să analizeze posibilitatea unui viitor sistem de euro-obligațiuni cu scopul de a stabili condițiile în care un astfel de sistem ar genera avantaje pentru toate statele membre participante și pentru întreaga zonă euro; subliniază că euro-obligațiunile ar oferi o alternativă viabilă la piața obligațiunilor în dolari SUA și că ar putea să promoveze integrarea pieței datoriei suverane europene, costuri mai mici de creditare, un nivel mai mare de lichiditate, de disciplină bugetară și de respectare a Pactului de stabilitate și de creștere (PSC), împreună cu reforme structurale coordonate, și ar trebui să facă piețele de capital mai stabile, ceea ce va sprijini ideea unei monede euro ca „monedă de siguranță” la nivel mondial; reamintește faptul că pentru emiterea în comun de euro-obligațiuni sunt necesari pași suplimentari în direcția unei politici economice și fiscale comune; 14. subliniază prin urmare, că, atunci când vor fi emise euro-obligațiuni, emiterea ar trebui să fie limitată la o rată a datoriei de 60 % din PIB în regim de răspundere individuală și în solidar ca datorie suverană superioară și ar trebui să fie legată de stimulente de reducere a datoriilor suverane la acest nivel; sugerează că obiectivul primordial al euro-obligațiunilor ar trebui să fie reducerea datoriei suverane și evitarea hazardului moral, precum și prevenirea speculațiilor împotriva monedei euro; constată că accesul la euro-obligațiuni ar necesita un acord cu privire la anumite programe cuantificabile de reducere a datoriei și aplicarea unor astfel de programe;”.

⁷ De exemplu, obligațiuni emise de Comisie în cadrul Mecanismului de sprijinire a balanței de plăți/MESF și obligațiuni emise de FESF) sau emisiuni destinate finanțării unor proiecte de infrastructură de mare anvergură cu o dimensiune transfrontalieră (de exemplu, obligațiuni de proiect,

într-un ritm mult mai constant decât prin modalitățile actuale de emisiune națională sau comună.

Emisiunea de obligațiuni de stabilitate ar putea fi centralizată la nivelul unei agenții unice sau ar putea rămâne descentralizată la nivel național, stabilind însă o coordonare strânsă între statele membre. Repartizarea fluxurilor de venituri și a costurilor serviciului datoriei legate de obligațiunile de stabilitate ar reflecta procente deținute de statele membre în emisiune. În funcție de abordarea selectată pentru emiterea de obligațiuni de stabilitate, statele membre ar putea accepta răspunderea individuală și în solidar pentru toate sau o parte din costurile serviciului datoriei asociate, ceea ce ar implica asumarea comună (pooling) a riscului de credit corespunzător.

Multe dintre implicațiile obligațiunilor de stabilitate merg dincolo de domeniul tehnic și ating aspecte legate de suveranitatea națională și procesul de integrare economică și politică. Aceste aspecte includ consolidarea coordonării politicii economice și a guvernării, un grad mai ridicat de convergență economică și, în cazul anumitor opțiuni, nevoia de modificare a tratatelor. Cu cât riscul de credit este împărțit între mai multe state, cu atât mai mică este volatilitatea piețelor, dar și disciplina de piață în fiecare stat. Astfel, stabilitatea fiscală ar trebui să se bazeze mai mult pe disciplina asigurată de mecanismele politice. În mod similar, unele dintre condițiile prealabile ale succesului obligațiunilor de stabilitate, cum ar fi un grad ridicat de stabilitate politică și predictibilitate sau sprijinul autorităților monetare, merg dincolo de domeniul tehnic.

Introducerea oricărui tip de obligațiuni de stabilitate ar trebui să fie însoțită, în contrapartidă, de o consolidare a coordonării politicii și supravegherii fiscale, pentru a evita riscul moral și a asigura sustenabilitatea finanțelor publice, dar și pentru a susține competitivitatea și reducerea dezechilibrelor macroeconomice nocive.

Dat fiindcă că, în mod inevitabil, aceasta ar avea implicații asupra suveranității fiscale, este necesară o dezbatere amplă în statele membre ale zonei euro.

Deoarece o astfel de chestiune necesită o analiză aprofundată, Comisia a adoptat prezentul document cu intenția de a iniția un proces necesar de dezbatere politică și consultare publică în ceea ce privește fezabilitatea și condițiile prealabile pentru introducerea obligațiunilor de stabilitate.

1.2. Motivare

Dezbaterea privind emisiunea comună a evoluat considerabil de la lansarea euro. Inițial, motivarea emisiunii comune s-a concentrat în principal pe beneficiile creșterii eficienței piețelor prin creșterea lichidității pe piața obligațiunilor suverane din zona euro și, în general, în sistemul financiar al zonei euro. Mai recent, în contextul actualei crize a datoriilor suverane, dezbaterea a început să se concentreze pe aspectele legate de stabilitate. Pe acest fundal, se pot identifica următoarele beneficii principale ale emisiunii comune:

1.2.1. Gestionarea crizei actuale și prevenirea unor viitoare crize ale datoriei suverane

Perspectiva introducerii obligațiunilor de stabilitate ar putea ameliora actuala criză a datoriilor suverane, deoarece statele membre ale căror titluri au un randament ridicat

care ar putea fi emise de Comisie). Diversele tipuri de emisiune comună și alte instrumente similare obligațiunilor de stabilitate sunt discutate în anexa 3.

ar putea beneficia de bonitatea statelor membre ale căror titluri au un randament scăzut. Chiar dacă introducerea obligațiunilor de stabilitate ar dura ceva timp (a se vedea secțiunea 2), un acord prealabil privind emisiunea comună ar putea avea impact asupra așteptărilor piețelor și astfel ar putea reduce costurile medii și marginale de finanțare ale statelor membre care se confruntă în prezent cu dificultăți de finanțare. Totuși, pentru ca un astfel de efect să fie durabil, o foaie de parcurs pentru obligațiunile comune ar trebui să fie însoțită de angajamente de asigurare a unei guvernante economice solide, care ar garanta că se realizează ajustările bugetare și structurale necesare pentru asigurarea sustenabilității finanțelor publice.

1.2.2. Consolidarea stabilității financiare în zona euro

Obligațiunile de stabilitate ar spori reziliența sistemului financiar al zonei euro la viitoarele șocuri negative și ar consolida astfel stabilitatea financiară. Obligațiunile de stabilitate ar oferi tuturor statelor membre participante acces mai sigur la refinanțare, prevenind o pierdere bruscă a accesului la piețe ca urmare a unei aversiuni la risc nejustificate sau a unui comportament gregar al investitorilor. Prin urmare, obligațiunile de stabilitate ar contribui la calmarea volatilității piețelor și la reducerea sau eliminarea nevoii de măsuri costisitoare de sprijin și salvare pentru statele membre excluse temporar de la finanțarea de pe piață. Efectele pozitive ale unor astfel de obligațiuni depind de gestionarea elementelor care ar putea descuraja disciplina fiscală. Acest aspect va fi discutat mai amănunțit în secțiunea 1.3 și secțiunea 3.

Disponibilitatea obligațiunilor de stabilitate ar aduce beneficii sistemului bancar al zonei euro. De regulă, băncile dețin un număr mare de obligațiuni suverane, ca investiții lichide, cu risc scăzut și volatilitate mică. Obligațiunile suverane îndeplinesc totodată rolul de rezerve de lichiditate, deoarece pot fi vândute la prețuri relativ stabile sau pot fi folosite ca garanție în operațiuni de refinanțare. Cu toate acestea, în deținerile de datorie suverană ale băncilor este evidentă tendința de a limita investițiile la piața națională (home bias), creând o legătură importantă între bilanțurile lor și bilanțul țării respective. Atunci când poziția fiscală a unei țări se deteriorează substanțial, calitatea garanțiilor disponibile pentru sistemul bancar intern este compromisă inevitabil, expunând astfel băncile riscului de refinanțare, atât pe piața interbancară, cât și în ceea ce privește accesul la mecanismele Eurosistemului. Obligațiunile de stabilitate ar oferi o sursă de garanții mai solide pentru toate băncile din zona euro, reducând vulnerabilitatea acestora față de deteriorarea ratingurilor de credit ale statelor membre individuale. În mod similar, alți investitori instituționali (de exemplu, societățile de asigurare de viață și fondurile de pensii) care tind să dețină o cotă relativ ridicată de obligațiuni suverane interne ar beneficia de active mai omogene și mai solide sub forma obligațiunilor de stabilitate.

1.2.3. Facilitarea transmiterii politicii monetare

Obligațiunile de stabilitate ar facilita transmiterea politicii monetare a zonei euro. Criza datoriilor suverane a afectat canalul de transmitere a politicii monetare, deoarece randamentele obligațiunilor publice au diferit considerabil pe piețe cu volatilitate foarte ridicată. În unele cazuri extreme, funcționarea piețelor a fost afectată, iar BCE a intervenit prin intermediul programului pentru piața valorilor mobiliare. Obligațiunile de stabilitate ar crea o rezervă mai mare de active lichide și sigure. Aceasta ar contribui la garantarea unei transmiteri coerente și corecte a condițiilor monetare stabilite de BCE, prin intermediul pieței obligațiunilor suverane, pentru a se reflecta în costurile de împrumutare ale întreprinderilor și gospodăriilor și, în cele din urmă, în cererea agregată.

1.2.4. Îmbunătățirea eficienței pieței

Obligațiunile de stabilitate ar promova eficiența pieței obligațiunilor suverane din zona euro și, în general, a sistemului financiar al zonei euro. Emisiunea de obligațiuni de stabilitate ar oferi posibilitatea creării unei mari piețe cu lichiditate ridicată, cu un singur randament de referință, spre deosebire de situația actuală, în care există mai multe randamente de referință specifice diferitelor țări. Lichiditatea și calitatea ridicată a creditului pieței de obligațiuni de stabilitate ar conduce la randamente de referință reduse, reflectând în mod corespunzător riscul de credit scăzut și primele de lichiditate reduse (a se vedea caseta 1). Existența unui set unic de randamente de referință ale obligațiunilor de stabilitate „fără risc” pentru toate scadențele ar contribui la dezvoltarea pieței de obligațiuni, stimulând realizarea de emisiuni de către emitenți nesuverani, de ex. întreprinderi, municipalități și societăți financiare. Disponibilitatea unui indicator de referință al lichidității în zona euro ar facilita de asemenea funcționarea a numeroase piețe de instrumente derivate denominate în euro. Introducerea obligațiunilor de stabilitate ar putea fi un catalizator suplimentar pentru integrarea decontării titlurilor de valoare la nivel european, în paralel cu planificata introducere de către BCE a platformei comune europene de decontare a titlurilor de valoare [*Target2 Securities* (T2S)] și eventuala adoptare de măsuri de reglementare suplimentare la nivelul UE. În acest fel, introducerea obligațiunilor de stabilitate ar putea duce la scăderea costurilor de finanțare, atât pentru sectorul public, cât și pentru sectorul privat din zona euro și, astfel, ar susține potențialul de creștere pe termen lung al economiei.

Caseta 1: Randamentul așteptat al obligațiunilor de stabilitate – sprijinul empiric

Introducerea obligațiunilor de stabilitate ar trebui să îmbunătățească lichiditatea piețele de obligațiuni publice din zona euro, reducând astfel prima de lichiditate pe care investitorii o percep implicit pentru deținerea de obligațiuni publice. Această casetă reprezintă o încercare de a cuantifica cât de mari ar putea fi economiile de costuri în cazul unei prime de lichiditate mai mici. O a doua componentă a randamentului așteptat al obligațiunilor de stabilitate, și anume prima de risc de credit probabilă, s-a dovedit a avea un caracter mai controversat. Atât prima de lichiditate cât și prima de risc de credit pentru obligațiunile de stabilitate ar depinde în mod esențial de opțiunile aplicate pentru proiectarea și structura garanției aferente unor astfel de obligațiuni.

Mai multe analize empirice au comparat randamentul unor obligațiuni ipotetice emise în comun cu randamentul mediu al obligațiunilor existente. Aceste analize pornesc de la premiza că nu se înregistrează o reducere a primei de lichiditate sau o îmbunătățire a riscului de credit al emisiunii comune dincolo de media ratingurilor statelor membre. Carstensen (2011) a estimat că randamentul obligațiunilor comune, calculat ca medie ponderată a ratelor dobânzii statelor membre, ar fi cu 2 puncte procentuale mai mare decât randamentul obligațiunilor germane la 10 ani. Conform unei alte estimări (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011), diferența de randament față de obligațiunile germane ar putea fi între 0,5 și 0,6 punct procentual. La baza acestui raționament stă ideea că variabilele fiscale constituie factori esențiali pentru marjele obligațiunilor suverane. În termeni fiscali, zona euro în ansamblu ar fi comparabilă cu Franța; prin urmare, randamentul obligațiunilor comune ar fi, în linii mari, egal cu cel al obligațiunilor franceze. O analiză de J.P Morgan (2011), pentru care s-a utilizat o abordare comparabilă, a ajuns la un randament similar, cuprins între 0,5 și 0,6 punct procentual. O altă analiză în acest sens, realizată de banca franceză Natixis (2011), sugerează că prețul obligațiunilor comune s-ar putea situa la 20 de puncte de bază peste prețul curent al obligațiunilor cu rating AAA. Favero și Missale (2010) susțin că randamentele obligațiunilor SUA, ajustate pentru a ține cont de prima pentru cursul de schimb, sunt un indicator de referință adecvat pentru randamentele obligațiunilor comune, deoarece, prin introducerea acestor obligațiuni, piețele de obligațiuni din zona euro ar deveni similare piețelor SUA din punctul de vedere al riscului de credit și al lichidității. Aceștia observă că, în anii care au precedat criza financiară, diferența de randament a obligațiunilor publice ale SUA față de cele ale Germaniei era de aproximativ 40 de puncte de bază în defavoarea celei din urmă, ceea ce ar reprezenta câștigul de lichiditate obținut ca urmare a emisiunii de obligațiuni comune în aceleași condiții ca și obligațiunile SUA.

Pentru a oferi o estimare a câștigurilor care pot fi obținute din punctul de vedere al primei de lichiditate, Comisia a efectuat o analiză statistică a fiecărei emisiuni de obligațiuni suverane în zona euro de după 1999. Volumul emisiunii (deoarece este indicatorul disponibil la scara cea mai largă, chiar dacă ar putea subestima câștigul potențial din punctul de vedere al primei de lichiditate) este utilizat ca o aproximare a gradului de lichiditate al unei emisiuni de obligațiuni, iar coeficientul de regresie determină câștigurile care pot fi obținute ca urmare a emiterii unor volume mai mari de obligațiuni⁸. Primul model este calculat folosind date privind statele membre din zona euro cu rating AAA (notate „AAA” în tabel), iar al doilea model este calculat utilizând datele disponibile pentru toate statele membre din zona euro (notate „AA”). În al doilea model se controlează, de asemenea, ratingul fiecărei emisiuni. Reiese că toți coeficienții sunt semnificativi la niveluri convenționale, iar estimarea explică între 70 și 80% din variație.

Tabel: Estimări model și modificare așteptată a randamentului ca urmare a scăderii primei de lichiditate

	<i>Medie istorică 1999 -2011</i>			<i>2011 condiții de piață</i>		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Randament (%) _ model	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Evoluția randamentului în funcție de volumul pieței americane	- 0,07	-0,09	- 0,17	-0,07	-0,17	-0,17

⁸ Volumele emisiunilor, așa cum apar în Dealogic, au fost ajustate pentru a încorpora volumul emisiunilor adiacente cu o scadență și o dată de decontare similare. Pentru adaptarea în funcție de diferențele privind condițiile de piață care evoluează în timp, sunt introduse variabile de control pentru impactul nivelului de rată a dobânzii (rata swap la 2 ani) și a structurii temporale (diferența dintre rata swap la 10 ani și la 2 ani) existente la momentul fiecărei emisiuni.

Pentru a evalua câștigul obținut din punctul de vedere al primei de lichiditate, coeficienții din estimarea modelului au fost utilizați pentru a simula posibila scădere a randamentului obligațiunilor care au fost emise în volume similare volumelor medii caracteristice SUA și nu volumelor medii caracteristice zonei euro. Prin urmare, volumul emisiunilor SUA reprezintă o aproximare a gradului de lichiditate pe care l-ar putea avea o piață a obligațiunilor de stabilitate. În primul set de calcule, beneficiul de lichiditate se obține plecând de la randamentul mediu istoric al „portofoliului” începând din 1999. Pentru comparație, s-au efectuat aceleași calcule luând ca referință condițiile de piață existente în vara anului 2011.

Al doilea rând al tabelului indică faptul că câștigul de randament datorat emiterii unor volume mai mari s-ar încadra între 10 și 20 de puncte de bază pentru zona euro, în funcție de ratingul de credit obținut, fără a varia însă semnificativ în funcție de condițiile de piață - istorice sau recente – care au fost utilizate. Câștigul corespunzător de randament pentru Germania ar fi de aproximativ 7 puncte de bază. Simulările arată că câștigul așteptat din punctul de vedere al primei de lichiditate este destul de limitat și scade pentru statele membre care beneficiază deja de cel mai ridicat rating.

Deși este evident că statele membre care se confruntă în prezent cu randamente ridicate ar beneficia atât de asumarea comună a riscului de credit, cât și de lichiditatea crescută a obligațiunilor comune, statele membre care au în prezent randamente scăzute s-ar putea confrunta cu randamente mai ridicate în absența unor îmbunătățiri ale riscului de credit al emitenților care au în prezent randamente ridicate. În principiu, plățile conexe compensatorii ar putea redistribui câștigurile asociate primei de lichiditate, însă în absența unei mai bune guvernante, calitatea globală a creditului datoriei zonei euro ar putea de fapt să se deterioreze ca urmare a scăderii disciplinei de piață, într-atât încât statele membre care au în prezent randamente scăzute ar trebui să suporte costuri de finanțare crescute.

1.2.5. Creșterea rolului euro în sistemul financiar mondial

Obligațiunile de stabilitate ar facilita investițiile de portofoliu în euro și ar asigura un sistem financiar mondial mai echilibrat. Piața obligațiunilor de tezaur din SUA și piața totală a obligațiunilor suverane din zona euro sunt comparabile din punctul de vedere al volumelor, însă fragmentarea emisiunilor denominate în euro face să fie disponibile volume mult mai mari de obligațiuni de tezaur decât de obligațiuni ale oricărui emitent național individual din zona euro. În medie, din 1999, volumul emisiunilor de obligațiuni de tezaur americane pe 10 ani a fost aproape dublu față de volumul emisiunilor de obligațiuni germane și chiar mai mare decât volumul obligațiunilor emise de orice alt stat membru UE. Conform datelor disponibile, volumele de tranzacționare de pe piața spot a obligațiunilor de tezaur americane au reprezentat de asemenea un multiplu al pieței corespunzătoare din zona euro, unde lichiditatea a migrat către segmentul instrumentelor financiare derivate. Lichiditatea ridicată reprezintă unul dintre factorii care contribuie la rolul important și privilegiat al obligațiunilor de tezaur americane în sistemul financiar mondial (susținut de dolarul american ca unică monedă internațională de rezervă), atrăgând astfel investitori instituționali. În consecință, creșterea volumelor emisiunilor și a lichidității piețelor secundare, pe care le-ar genera emisiunea de obligațiuni de stabilitate, ar consolida poziția euro ca monedă internațională de rezervă.

1.3. Condiții prealabile

Obligațiunile de stabilitate ar oferi beneficii substanțiale din punctul de vedere al stabilității financiare și al eficienței economice, însă este esențial să se abordeze eventualele inconveniente. În acest scop, trebuie îndeplinite importante condiții prealabile de natură economică, juridică și tehnică. În continuare, sunt analizate aceste condiții prealabile,

care pot implica modificarea Tratatului și ajustări substanțiale ale alcătuirii instituționale a UEM și a Uniunii Europene.

1.3.1. Limitarea riscului moral

Obligațiunile de stabilitate nu trebuie să conducă la o reducere a disciplinei bugetare în rândul statelor membre ale zonei euro. O trăsătură marcantă a perioadei scurse de la lansarea monedei euro a fost lipsa de consecvență în ceea ce privește disciplina politicii bugetare a statelor membre participante. Privind retrospectiv, gradul ridicat de convergență a randamentelor obligațiunilor din zona euro din primii zece ani de existență a monedei euro nu a fost justificat de performanțele bugetare ale statelor membre. Corecția înregistrată începând din 2009 a fost bruscă și poate chiar excesivă într-o anumită măsură. În ciuda acestei lipse de consecvență, experiența mai recentă confirmă faptul că piețele pot disciplina politicile bugetare naționale din zona euro. Prin introducerea anumitor forme de obligațiuni de stabilitate, această disciplină s-ar reduce ori ar dispărea complet, deoarece statele membre din zona euro și-ar asuma în comun riscul de credit aferent unei părți din datoria lor publică sau întregii datorii, ceea ce implică un risc moral. Riscul moral inerent emisiunii comune apare ca urmare a faptului că riscul de credit rezultat din lipsa individuală de disciplină fiscală ar fi împărțit de toți participanții.

Dat fiind că emisiunea de obligațiuni de stabilitate ar putea slăbi disciplina de piață, ar fi necesare modificări importante ale cadrului pentru guvernarea economică în zona euro. Ar trebui să se obțină garanții suplimentare privind asigurarea sustenabilității finanțelor publice. Aceste garanții ar trebui să se concentreze nu doar pe disciplina bugetară, ci și pe competitivitatea economică (a se vedea secțiunea 3). Deși adoptarea noului pachet de guvernare economică a adus deja garanții semnificative care vor fi consolidate de noi regulamente bazate pe articolul 136⁹, ar putea fi necesar să se meargă chiar mai departe în contextul obligațiunilor de stabilitate, în special dacă se va realiza o asumare comună a riscului de credit. Dacă obligațiunile de stabilitate ar fi considerate un mijloc de a eluda disciplina de piață, acceptabilitatea acestora în rândul statelor membre și al investitorilor ar fi pusă la îndoială.

Deși la baza unui proces decizional responsabil și orientat spre stabilitate se află o politică fiscală prudentă în vremurile bune și o corectare rapidă a oricărei abateri de la calea respectivă, experiența a arătat că dezechilibrele macroeconomice majore, inclusiv pierderile de competitivitate, pot avea un puternic efect negativ asupra finanțelor publice. Prin urmare, coordonarea mai strânsă a politicilor, impusă de introducerea obligațiunilor de stabilitate, trebuie să se aplice de asemenea în ceea ce privește evitarea și corectarea dezechilibrelor macroeconomice nocive.

Asigurarea unei calități ridicate a creditului și garanții că toate statele membre beneficiază de obligațiunile de stabilitate

Obligațiunile de stabilitate trebuie să aibă o calitate ridicată a creditului pentru a fi acceptate de către investitori. Obligațiunile de stabilitate trebuie să fie concepute și emise astfel încât investitorii să le considere o investiție foarte sigură. Drept urmare, acceptarea și

⁹ Propunere de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind prevederi comune pentru monitorizarea și evaluarea proiectelor de planuri bugetare și asigurarea corectării deficitelor excesive ale statelor membre din zona euro; Propunere de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind prevederi comune pentru monitorizarea și evaluarea proiectelor de planuri bugetare și asigurarea corectării deficitelor excesive ale statelor membre din zona euro.

succesul obligațiunilor de stabilitate vor fi cu atât mai mari cu cât ratingul va fi mai ridicat. Un rating inferior ar putea avea un impact negativ asupra prețului obligațiunilor (un randament mai mare) și asupra disponibilității investitorilor de a absorbi volume suficient de mari din emisiune. Acest lucru s-ar întâmpla în special în cazul în care emisiunile naționale ale statelor membre cu rating AAA ar continua și, prin urmare, ar coexista și ar concura cu obligațiunile de stabilitate. O calitate ridicată a creditului ar fi de asemenea necesară pentru ca obligațiunile de stabilitate să devină un indicator de referință internațional și să sprijine dezvoltarea și funcționarea eficientă a piețelor futures și de opțiuni conexe.¹⁰ În acest context, crearea unor obligațiuni de stabilitate trebuie să fie suficient de transparentă pentru a le permite investitorilor să evalueze garanțiile subiacente. Altfel, există riscul ca investitorii să întâmpine cu scepticism noile instrumente și ca randamentele să fie semnificativ mai mari decât randamentele actuale ale obligațiunilor statelor membre cu bonitate ridicată.

Un nivel ridicat al calității creditului va fi de asemenea important pentru a asigura acceptarea obligațiunilor de stabilitate de către toate statele membre din zona euro. Una dintre problemele fundamentale rezidă în stabilirea modului în care riscurile și câștigurile sunt repartizate între statele membre. Prin introducerea anumitor forme de obligațiuni de stabilitate, statele membre care au în prezent o bonitate sub medie ar putea obține finanțare la costuri mai scăzute, în vreme ce statele membre care se bucură deja de o bonitate ridicată ar putea chiar să înregistreze pierderi nete, dacă efectul asumării comune a riscurilor ar anula efectele pozitive privind lichiditatea. În consecință, obținerea sprijinului statelor membre care beneficiază deja de ratinguri AAA pentru introducerea obligațiunilor de stabilitate ar necesita garanții că noile instrumente ar avea o calitate a creditului la fel de mare, astfel încât costurile de finanțare a datoriei respectivelor state să nu crească. Așa cum s-a arătat, acest lucru se poate realiza printr-o reducere eficientă a riscului moral. Acceptabilitatea obligațiunilor de stabilitate ar putea fi de asemenea garantată printr-un mecanism de redistribuire a anumitor avantaje de finanțare între statele membre cu rating ridicat și cele cu rating scăzut (a se vedea caseta 2).

Ratingul de credit pentru obligațiunile de stabilitate ar depinde în principal de calitatea creditului statelor membre participante și de structura garanțiilor subiacente¹¹.

- în cazul *garanțiilor individuale (nu comune)*, fiecare stat membru garant va fi răspunzător pentru partea sa din obligațiile aferente obligațiunilor de stabilitate, conform unei grile de repartizare specifice¹². Dacă statele membre ar continua să obțină ratinguri specifice, o scădere a ratingului unui stat membru mare ar avea foarte probabil ca rezultat o scădere corespunzătoare a ratingului obligațiunilor de stabilitate, deci aceasta nu ar avea neapărat un impact asupra ratingului celorlalte state membre. În condițiile actuale, în care doar șase state membre din zona euro au rating AAA, este foarte probabil că obligațiunile de stabilitate cu această structură a garanției nu ar beneficia de un rating de credit AAA și ar putea chiar să primească un rating caracteristic statelor cu cel mai scăzut rating, în afară de cazul în care ar fi sprijinite de măsuri de îmbunătățire a creditului.

¹⁰ Experiența legată de ratingul obligațiunilor FESF a arătat că un rating al obligațiunilor mai mare decât garanțiile medii aduse de statele membre participante a fost obținut prin instrumente diverse, cum ar fi deținerea de rezerve de numerar, capitalul de absorbire a pierderilor și supragarantarea volumului emisiunii. Deși au fost dificil de gestionat în cazul FESF, aceste elemente se pot dovedi utile în consolidarea ratingului de credit al obligațiunilor de stabilitate.

¹¹ În prezenta secțiune, termenii *garanție individuală* și *garanție solidară și individuală* sunt utilizați într-un sens economic care poate să nu corespundă definițiilor lor juridice.

¹² Cum ar fi bugetul UE sau grila de repartizare pentru BCE

- În cazul garanțiilor individuale (nu comune) preferențiale și acoperite de garanții reale, fiecare stat membru garant ar rămâne de asemenea răspunzător pentru cota sa din emisiunea de obligațiuni de stabilitate. Cu toate acestea, pentru a asigura în orice moment rambursarea obligațiunilor de stabilitate, chiar și în caz de încetare de plăți, statele membre pot lua în considerare aplicarea unor măsuri de îmbunătățire a creditului. În primul rând, se poate conferi un rang prioritar emisiunii de obligațiuni de stabilitate. În al doilea rând, obligațiunile de stabilitate ar putea fi parțial acoperite cu garanții reale (de exemplu, lichidități, aur, acțiuni ale societăților publice etc.). În al treilea rând, fluxuri de venit specifice ar putea fi alocate pentru acoperirea costurilor cu serviciul datoriei legate de obligațiunile de stabilitate. Astfel, obligațiunile de stabilitate ar obține un rating AAA, deși ratingurile obligațiunilor naționale ale statelor membre cu o bonitate mai mică ar cunoaște probabil o relativă deteriorare.
- În cazul garanțiilor comune și individuale, fiecare stat membru garant ar fi răspunzător nu doar pentru cota sa din emisiunea de obligațiuni de stabilitate, ci și pentru cota oricărui alt stat membru care nu reușește să-și onoreze obligațiile¹³. Chiar și în cazul acestei structuri a garanției, nu se poate exclude complet posibilitatea ca ratingul obligațiunilor de stabilitate să fie afectat dacă un număr limitat de state membre cu rating AAA ar trebui să garanteze obligații foarte mari ale altor state membre cu rating scăzut. Există de asemenea riscul ca, într-o situație extremă, să aibă loc o cascadă de scăderi ale ratingurilor; de exemplu, scăderea ratingului unui stat membru mare cu rating AAA ar putea avea ca rezultat scăderea ratingului obligațiunilor de stabilitate, ceea ce ar putea apoi să afecteze negativ ratingurile de credit ale celorlalte state participante. În consecință, este esențial să existe mecanisme adecvate care să asigure disciplina bugetară în rândul statelor membre participante prin intermediul unui cadru solid de guvernare economică (și, eventual, stabilirea priorității obligațiunilor de stabilitate asupra obligațiunilor naționale, dacă acestea ar continua să existe).

Caseta 2: Posibila redistribuire a avantajelor de finanțare între statele membre

Riscul moral asociat emisiunii de obligațiuni de stabilitate cu garanții comune poate fi contracarat printr-un mecanism de redistribuire, între statele membre cu rating ridicat și cele cu rating scăzut, a anumitor avantaje de finanțare ale emisiunii de obligațiuni de stabilitate. Un astfel de mecanism ar putea transforma emisiunea de obligațiuni de stabilitate într-o propunere din care câștigă toate statele membre din zona euro. În continuare se ilustrează funcționarea mecanismului printr-un exemplu simplificat cu două state membre:

¹³ Totuși, într-o astfel de situație, statele membre participante ar avea o creanță asupra statului membru care nu și-a îndeplinit obligațiile.

Datoria publică a ambelor state se ridică la aproximativ 2 miliarde EUR, însă statul membru A plătește un randament de 2 %, în timp ce statul membru B plătește un randament de 5 % pentru emisiunea de obligațiuni naționale cu o scadență de 5 ani. Prin emisiunea de obligațiuni de stabilitate, s-ar asigura finanțarea completă a ambelor state membre, în condițiile unei scadențe de 5 ani și a unei rate a dobânzii de 2 %). Fiecărui stat membru i-ar reveni 50 % din emisiunea de obligațiuni de stabilitate.

O parte din avantajele de finanțare de care statul membru B se bucură ca urmare a emisiunii de obligațiuni de stabilitate ar putea fi redistribuite statului membru A. De exemplu, din prima de 300 de puncte de bază a statului membru B s-ar putea finanța o reducere echivalentă cu 100 de puncte de bază în favoarea statului membru A. În consecință, obligațiunile de stabilitate ar putea asigura finanțarea statului membru A la un randament de 1 % și finanțarea statului membru B la un randament de 3 %. Ambele state membre ar avea costuri de finanțare mai mici în comparație cu emisiunea de obligațiuni naționale.

În mod evident, trebuie să se elaboreze mecanismul de distribuire internă a beneficiilor aduse de emisiunea de obligațiuni de stabilitate, însă acesta ar fi legat de performanțele bugetare relative în contextul cadrului de guvernanță economică din zona euro.

1.3.2. Asigurarea conformității cu Tratatul UE

Conformitatea cu Tratatul UE este esențială pentru succesul introducerii obligațiunilor de stabilitate. În primul rând, obligațiunile de stabilitate nu trebuie să încalce prevederile din Tratat care interzic „salvarea” (bailing out) statelor membre. Compatibilitatea obligațiunilor de stabilitate cu cadrul actual al Tratatului depinde de forma specifică aleasă. Unele opțiuni ar putea necesita modificări ale dispozițiilor relevante din Tratat. Articolul 125 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene (TFUE) le interzice statelor membre să își asume obligații ale unui alt stat membru.

Emisiunea de obligațiuni de stabilitate cu garanții comune și individuale ar conduce *a priori* la o situație în care interdicția privind salvarea (bailing out) ar fi încălcată. Într-o astfel de situație, un stat membru ar fi într-adevăr considerat răspunzător, indiferent de grila de repartizare „obișnuită”, dacă un alt stat membru nu ar putea să-și onoreze angajamentele financiare. În acest caz, ar fi necesară o modificare a Tratatului. Acest lucru ar putea fi realizat prin procedura simplificată dacă s-ar înființa, într-un cadru interguvernamental, un oficiu comun de administrare a datoriei din zona euro, însă, cel mai probabil, ar necesita apelarea la procedura ordinară dacă oficiul ar fi plasat direct sub legislația UE, deoarece ar extinde competențele UE. În afară de cazul în care se stabilește o bază specifică în Tratat, o abordare bazată pe legislația UE ar necesita probabil aplicarea articolului 352 din TFUE, ceea ce implică un vot unanim al Consiliului și aprobarea Parlamentului European. De asemenea, emisiunea de obligațiuni de stabilitate și necesitatea unei coordonări economice și fiscale mai strânse pentru asigurarea succesului acesteia vor presupune, cel mai probabil, modificări semnificative ale legislației naționale dintr-un număr de state membre¹⁴.

¹⁴ De exemplu, hotărârea Tribunalului Constituțional al Germaniei din 7 septembrie 2011 interzice organului legislativ german să înființeze un mecanism permanent „care ar avea ca rezultat asumarea răspunderii pentru deciziile voluntare ale altor state membre, în special dacă acestea au consecințe al căror impact este dificil de calculat.” Aceasta presupune de asemenea ca, într-un sistem de guvernanță interguvernamentală, Parlamentul să păstreze controlul asupra deciziilor fundamentale de politică bugetară.

Emiterea de obligațiuni de stabilitate cu garanții individuale dar nu comune ar fi posibilă în cadrul actualelor dispoziții ale Tratatului. De exemplu, creșterea substanțială a volumului autorizat al împrumuturilor acordate de MES și modificarea condițiilor de împrumutare cu scopul de a permite MES să folosească sumele împrumutate pe toate piețele pentru a acorda împrumuturi tuturor statelor membre din zona euro s-ar putea realiza într-un mod compatibil cu articolul 125 din TFUE, cu condiția ca natura proporțională a grilei de repartizare a contribuțiilor asociată MES să rămână neschimbată. Același raționament s-ar aplica emisiunilor efectuate de un eventual oficiu comun de administrare a datoriei, ale cărui obligații ar rămâne limitate pe o bază strict proporțională.

Tratatul ar trebui de asemenea modificat dacă se va avea în vedere un cadru semnificativ mai intruziv de guvernanta economică pentru zona euro. În funcție de caracteristicile specifice ale obligațiunilor de stabilitate, ar trebui să se consolideze guvernanta economică și fiscală și supravegherea în statele membre participante, pentru a evita apariția riscului moral. Introducerea de noi schimbări calitative în ceea ce privește guvernanta, care merg dincolo de propunerile incluse în pachetul din 23 noiembrie, va necesita probabil modificarea Tratatului. Secțiunea 3 analizează mai în profunzime aceste opțiuni legate de consolidarea guvernantei fiscale.

2. OPȚIUNI PENTRU EMISIUNEA DE OBLIGAȚIUNI DE STABILITATE

S-au propus multe opțiuni posibile pentru emisiunea de obligațiuni de stabilitate, în special de la declanșarea crizei datorilor suverane din zona euro. Totuși, aceste opțiuni pot fi în general împărțite în trei mari abordări, în funcție de gradul de substituie a emisiunii de obligațiuni naționale (totală sau parțială) și de natura garanției subiacente implicate (comună și individuală sau doar individuală). Cele trei mari abordări sunt¹⁵:

- (1) substituie completă a emisiunii de obligațiuni naționale cu emisiunea de obligațiuni de stabilitate, cu garanții comune și individuale;
- (2) substituie parțială a emisiunii de obligațiuni naționale cu emisiunea de obligațiuni de stabilitate, cu garanții comune și individuale; și
- (3) substituie parțială a emisiunii de obligațiuni naționale cu emisiunea de obligațiuni de stabilitate, cu garanții individuale dar nu comune.

În prezenta secțiune, fiecare dintre cele trei abordări este evaluată din punctul de vedere al beneficiilor și al condițiilor prealabile prezentate în secțiunea 1.

2.1. Abordarea nr. 1: Substituie completă a emisiunii de obligațiuni naționale cu emisiunea de obligațiuni de stabilitate, cu garanții comune și individuale

În cadrul acestei abordări, finanțarea publică din zona euro ar fi în totalitate acoperită prin emisiunea de obligațiuni de stabilitate, renunțându-se la emisiunea de obligațiuni naționale. Deși statele membre ar putea emite obligațiuni de stabilitate în mod descentralizat,

¹⁵ Ar fi posibilă și o a patra abordare, care ar implica substituie completă a obligațiunilor de stabilitate și garanții individuale dar nu comune, însă nu este luată în considerare, deoarece nu ar fi foarte diferită de mecanismele de emisiune existente. În plus, ar putea fi avute în vedere construcții hibride, de exemplu mai multe garanții pentru instrumentele de datorie, cuplate cu o garanție comună limitată care să acopere lipsa de lichidități pe termen scurt.

printr-o procedură coordonată, s-ar obține un plus de eficiență prin crearea unei agenții unice de administrare a datoriilor din zona euro¹⁶. Această agenție centralizată ar emite obligațiuni de stabilitate pe piață și ar distribui veniturile obținute statelor membre în funcție de nevoile de finanțare ale acestora. În paralel, agenția s-ar ocupa de serviciul datoriei aferente obligațiunilor de stabilitate, colectând dobânzile și principalul de la statele membre. Obligațiunile de stabilitate ar fi emise cu garanții comune și individuale furnizate de toate statele membre din zona euro, ceea ce implică asumarea comună a riscului de credit. Având în vedere că în această opțiune garanțiile sunt comune și individuale, ratingul de credit al statelor membre mai mari din zona euro ar cântări, foarte probabil, cel mai greu în stabilirea ratingului obligațiunilor de stabilitate, ceea ce sugerează că, dacă s-ar emite în acest moment obligațiuni de stabilitate, acestea ar avea un rating de credit ridicat. Cu toate acestea, elaborarea garanțiilor încrucișate integrate în obligațiunile de stabilitate și implicațiile pentru ratingul de credit și randamente ar trebui analizate mai în detaliu.

Această abordare ar fi cea mai eficientă din punctul de vedere al beneficiilor generate de emisiunea de obligațiuni de stabilitate. Substituirea completă a emisiunii de obligațiuni naționale cu emisiunea de obligațiuni de stabilitate ar asigura refinanțarea completă pentru toate statele membre, indiferent de starea finanțelor publice naționale. În acest mod, problemele grave de lichiditate cu care se confruntă în prezent anumite state membre ar putea fi depășite, iar reparația unor astfel de probleme în viitor ar putea fi evitată. Această abordare ar crea de asemenea o piață foarte mare și omogenă pentru obligațiunile de stabilitate, cu avantaje importante din punctul de vedere al lichidității și al reducerii primelor de risc de lichiditate. Noile obligațiuni de stabilitate ar permite existența unei obligațiuni de referință comune pentru zona euro și ar oferi astfel un cadru de referință mai eficient pentru stabilirea prețului riscului în întregul sistem financiar al zonei euro. Prin asigurarea de garanții reale de calitate ridicată, susținute de stat, pentru instituțiile financiare din toate statele membre, s-ar maximiza beneficiile emisiunii comune prin creșterea rezilienței sistemului financiar din zona euro și îmbunătățirea transducerii politicii monetare. În cadrul acestei abordări, obligațiunile de stabilitate ar oferi totodată sistemului financiar mondial o a doua piață sigură, cu dimensiuni și o lichiditate comparabile cu cele ale pieței de obligațiuni de tezaur americane, și ar reuși astfel să promoveze rolul internațional al monedei euro.

În același timp, această abordare ar implica riscul moral cel mai ridicat. Statele membre ar putea profita de disciplina altor state membre, fără niciun impact asupra propriilor costuri de finanțare. Prin urmare, această abordare ar trebui să fie însoțită de un cadru foarte solid care să asigure disciplina bugetară, competitivitatea economică și o reducere a dezechilibrelor macroeconomice la nivel național. Un astfel de cadru ar necesita noi pași semnificativi pentru integrarea economică, financiară și politică în raport cu situația actuală. Totuși, în lipsa unui astfel de cadru, este puțin probabil ca această abordare ambițioasă a emisiunii de obligațiuni de stabilitate să conducă la un rezultat care să fie acceptabil pentru statele membre și pentru investitori. Având în vedere garanțiile comune și individuale pentru obligațiunile de stabilitate și necesitatea unui cadru robust care să asigure disciplina bugetară și competitivitatea economică, această abordare a emisiunii de obligațiuni de stabilitate ar necesita, aproape sigur, modificarea Tratatului.

În cadrul acestei abordări, ar trebui să se definească perimetrul datoriei publice care urmează să fie emisă prin intermediul obligațiunilor de stabilitate. În câteva state membre, obligațiunile nu sunt emise doar de administrațiile centrale, ci și de administrațiile

¹⁶ A se vedea secțiunea 4 pentru o analiză a avantajelor și a dezavantajelor pe care le prezintă emisiunea centralizată și emisiunea descentralizată.

regionale sau municipale¹⁷. În principiu, se poate opta pentru includerea emisiunii la nivel subnațional. Un avantaj evident ar fi că s-ar multiplica beneficiile potențiale în materie de stabilitate a pieței, lichiditate și integrare. S-ar respecta de asemenea abordarea UE referitoare la supravegherea bugetară, care acoperă în integralitate datoria și deficitul public general. Pe de altă parte, emisiunea comună exclusiv pentru administrațiile centrale ar constitui o soluție mai transparentă și mai sigură. Datele administrațiilor centrale sunt, în general, mai ușor de accesat, ceea ce nu se întâmplă întotdeauna în cazul autorităților locale. În plus, emisiunea ar acoperi doar deficitele controlate în întregime de administrațiile centrale. Strict din punctul de vedere al pieței, obligațiunile de stabilitate ar înlocui doar obligațiunile cunoscute ale administrațiilor centrale, ceea ce ar facilita evaluarea și valorificarea noilor obligațiuni de stabilitate¹⁸.

Procesul de punere în aplicare progresivă a acestei abordări ar putea fi organizat în diferite moduri în funcție de ritmul de introducere dorit. În cadrul unei puneri în aplicare accelerate, noile emisiuni s-ar efectua în întregime sub forma obligațiunilor de stabilitate, iar obligațiunile publice în circulație ar putea fi convertite în obligațiuni de stabilitate noi, ceea ce ar însemna să se schimbe o anumită cantitate de obligațiuni publice naționale contra unor obligațiuni de stabilitate noi. Principalul avantaj al acestei opțiuni ar fi crearea aproape imediată a unei piețe lichide cu o curbă de randament de referință completă. Răscumpărarea vechilor obligațiuni ar putea atenua de asemenea problemele financiare acute cu care se confruntă în prezent statele membre cu un nivel ridicat al datoriilor și al ratelor dobânzii. Cu toate acestea, operațiunea se poate dovedi complicată și ar necesita o calibrare atentă a cursului de conversie pentru a minimiza perturbarea piețelor. O opțiune alternativă ar consta într-o introducere treptată mai lentă, adică o emisiune brută nouă completă, sau chiar doar parțială, de obligațiuni de stabilitate pentru fiecare stat membru, în vreme ce obligațiunile publice ale statelor din zona euro ar rămâne în circulație pe piața secundară. Această abordare ar permite piețelor să se familiarizeze treptat cu noul instrument și să dezvolte instrumente de analiză/de preț, ceea ce ar însemna un risc mai scăzut de perturbare a piețelor. Totuși, în această variantă, crearea unei piețe complete a obligațiunilor de stabilitate ar dura câțiva ani (în funcție de scadența obligațiunilor în circulație), întârziind astfel posibilele beneficii. Segmentul vechilor obligațiuni aflate în circulație ar scădea treptat, acestea fiind înlocuite de obligațiuni de stabilitate și de obligațiuni naționale nou emise. Astfel, lichiditatea globală a respectivului segment ar scădea în timp și, drept consecință, prima de lichiditate a vechilor obligațiuni ar putea crește gradual.

Ținând cont de necesitatea modificării Tratatului, implementarea acestei abordări ar dura foarte mult timp.

2.2. Abordare nr. 2: Substituirea parțială a emisiunii naționale cu emisiunea de obligațiuni de stabilitate cu garanții comune și individuale

În cadrul acestei abordări, emisiunea de obligațiuni de stabilitate ar fi susținută de garanții comune și individuale, însă ar înlocui doar o parte limitată din emisiunea națională. Partea din emisiune care nu face parte din obligațiunile de stabilitate ar rămâne supusă garanțiile naționale respective. Această abordare a emisiunii comune a devenit

¹⁷ Este în special cazul Germaniei și, într-o mai mică măsură, al Spaniei și al Franței.

¹⁸ În cazul unei astfel de acoperiri restrânse a obligațiunilor de stabilitate, statele membre ar trebui să se angajeze să nu emită propriile obligațiuni naționale sau alte obligațiuni suverane, inclusiv unitățile lor administrative subfederale, dacă acestea sunt incluse în sistemul de emisiune comună.

cunoscută drept „abordarea albastru-roșu” (*blue-red approach*)¹⁹. În consecință, piața obligațiunilor suverane din zona euro ar fi formată din două părți distincte:

- *obligațiunile de stabilitate* (sau „obligațiunile albastre”): Emisiunea de obligațiuni de stabilitate s-ar realiza doar în anumite limite prestabilite și, prin urmare, nu ar acoperi neapărat nevoile complete de refinanțare ale tuturor statelor membre. Aceste obligațiuni ar beneficia de o garanție comună și individuală și ar presupune o rată de refinanțare uniformă pentru toate statele membre²⁰.
- *Obligațiunile publice naționale* („obligațiunile roșii”). Restul emisiunii necesare pentru finanțarea bugetelor statelor membre ar fi efectuată la nivel național, cu garanții naționale. În consecință, obligațiunile naționale ar fi, cel puțin *de facto*, subordonate obligațiunilor de stabilitate, deoarece acestea din urmă sunt acoperite de garanții comune și individuale²¹. Amploarea emisiunii naționale a fiecărui stat membru ar depinde de amploarea convenită a emisiunii comune de obligațiuni de stabilitate și de nevoile de refinanțare ale statului respectiv. În funcție de dimensiunea piețelor și de volumul emisiunilor de obligațiuni naționale reziduale, precum și de calitatea creditului țării, aceste obligațiuni naționale ar avea o lichiditate și caracteristici de credit specifice și, în consecință, randamente diferite; de altfel, deoarece cea mai mare parte a riscului de credit suveran ar fi concentrată în obligațiunile naționale, riscul de credit ar fi amplificat²². Intensificarea presiunii pieței asupra emisiunii naționale ar permite să se asigure disciplina pieței.

Un aspect esențial în această abordare ar fi criteriile specifice pentru determinarea proporțiilor relative ale obligațiunilor de stabilitate și ale emisiunii naționale. Principalele opțiuni ar fi:

- *Un sistem simplu bazat pe norme*: De exemplu, fiecare stat membru ar avea dreptul la o cantitate de obligațiuni de stabilitate egală cu un anumit procent din PIB, reflectând eventual criteriul de 60 % din Tratat. Un aspect important de luat în considerare este gradul de concentrare a riscului pe partea națională (și subordonată), care depinde de volumul emisiunii comune (cu cât este mai mare partea emisiunii de obligațiuni de stabilitate, cu atât riscul se concentrează mai mult pe emisiunea națională reziduală. Pentru a evita un risc de credit excesiv al emisiunii naționale, oferind însă beneficiile de lichiditate ale emisiunii comune, poate fi oportun să se stabilească plafonul la un nivel mai prudent.
- *Un sistem mai flexibil legat de respectarea politicilor*: Valoarea maximă a emisiunii de obligațiuni de stabilitate a unui stat membru ar putea fi stabilită ca mai sus, însă plafonul ar fi în permanență legat de respectarea de către statul membru a normelor și a recomandărilor care derivă din cadrul de guvernare pentru zona euro. Nerespectarea ar putea fi sancționată prin scăderea (eventual automată) a respectivului plafon de datorie în

¹⁹ A se vedea Delpla, J. și von Weizsäcker, J. (2010). Aceștia au propus un plafon al datoriei de 60 % din PIB, motivat de criteriile de la Maastricht.

²⁰ Ca și la abordarea nr. 1, emisiunea de obligațiuni de stabilitate s-ar putea realiza în mod descentralizat, însă probabil că emisiunea ar putea fi administrată mai eficient de o agenție centrală de administrare a datoriei.

²¹ Un astfel de statut de subordonare al obligațiunilor naționale s-ar putea aplica numai obligațiunilor naționale nou emise, adică obligațiunilor naționale emise după introducerea obligațiunilor de stabilitate. Pe de altă parte, vechile obligațiuni naționale aflate în circulație ar trebui să se bucure de același statut ca și obligațiunile de stabilitate, deoarece o modificare a statutului lor echivala, din punct de vedere tehnic, cu o neîndeplinire a obligațiilor.

²² Delpla și von Weizsäcker susțin că, având în vedere riscul de neplată ridicat, datoria roșie ar trebui să rămână în mare parte în afara sistemului bancar, nemaifiind eligibilă pentru operațiuni de refinanțare ale BCE și fiind supusă în sistemul bancar unor cerințe de capital foarte stricte.

obligațiuni de stabilitate pentru statul membru în cauză (a se vedea, de asemenea, secțiunea 3). Acest sistem ar servi, de asemenea, drept stabilizator cvasi-automat al calității creditului obligațiunilor de stabilitate, deoarece partea respectivă a statelor membre neperformante din punct de vedere fiscal ar fi redusă.

Credibilitatea plafonului pentru emisiunea de obligațiuni de stabilitate ar constitui un aspect cheie. Odată ce obligațiunile albastre se epuizează, costurile de finanțare a statului membru ar putea crește substanțial. Aceasta ar putea avea ca rezultat presiuni politice pentru creșterea plafonului. În afară de cazul în care există mecanisme solide de protecție împotriva unor astfel de presiuni, anticiparea unui plafon „flexibil” ar putea elimina în mare măsură efectele de disciplinare ale abordării albastru-roșu. Prin urmare, indiferent de criteriile stabilite pentru determinarea plafonului emisiunii de obligațiuni de stabilitate, este esențial ca acest plafon să fie menținut și să nu fie ajustat în mod arbitrar, de exemplu, ca răspuns la presiuni politice.

Această abordare a emisiunii de obligațiuni de stabilitate este mai puțin ambițioasă decât abordarea care implică o emisiune completă, descrisă mai sus, și, prin urmare, oferă mai puține beneficii economice și financiare. Datorită priorității față de obligațiunile naționale și structurii garanției, obligațiunile de stabilitate prezintă un risc de credit foarte scăzut, care s-ar reflecta într-un rating de credit ridicat (adică, AAA). Randamentul obligațiunilor de stabilitate ar fi, în consecință, comparabil cu randamentul obligațiunilor publice AAA existente din zona euro. În consecință, ar exista beneficii corespunzătoare în ceea ce privește stabilitatea financiară a zonei euro, transmiterea politicii monetare și rolul internațional al monedei euro, deși acestea ar fi inferioare beneficiilor obținute prin abordarea mai ambițioasă de substituire completă a emisiunii naționale cu emisiunea de obligațiuni de stabilitate. Deoarece faza de constituire graduală a emisiunii de obligațiuni de stabilitate până la atingerea plafonului ar lua probabil câțiva ani, toate statele membre ar putea, în cursul etapei inițiale, să dispună de un acces larg la piețele financiare prin intermediul obligațiunilor de stabilitate. Aceasta ar permite depășirea eventualelor probleme de lichiditate cu care se confruntă anumite state, însă, în perioada respectivă, ar genera aceleași implicații în materie de risc moral discutate la secțiunea 2.1 privind emisiunea completă. Dat fiind că statele respective ar trebui să revină la emisiunea națională după ce se atinge plafonul obligațiunilor de stabilitate, este necesar ca statele să ofere garanții că în această perioadă implementează ajustările bugetare și reformele structurale necesare pentru a câștiga încrederea investitorilor și a menține accesul la piețe după perioada inițială. Randamentele obligațiunilor naționale nou emise ar crește totuși din cauza statutului lor de subordonare. În fine, presupunând că a fost emisă o parte rezonabil de mare din obligațiunile de stabilitate, piața ar trebui să fie lichidă, însă lichiditatea ar fi mai mică decât în cazul în care toate emisiunile ar fi în obligațiuni de stabilitate, deoarece obligațiunile naționale reziduale ar reprezenta de asemenea o anumită cotă din piață.

Pe de altă parte, condițiile preliminare ale emisiunii de obligațiuni de stabilitate ar fi ceva mai puțin constrângătoare în cadrul acestei abordări. Stabilirea unui plafon pentru emisiunea de obligațiuni de stabilitate ar contribui la reducerea riscului moral prin menținerea unei anumite discipline de piață prin intermediul emisiunii naționale reziduale. Totuși, legătura dintre riscul moral, disciplina de piață și riscul de contagiune în stabilirea plafonului adecvat al obligațiunilor de stabilitate nu este directă. Un plafon relativ scăzut al obligațiunilor de stabilitate (ceea ce presupune o emisiune națională reziduală mare) ar limita riscul moral, dar ar lăsa statele membre cu niveluri existente ridicate ale datoriei vulnerabile la riscul de incapacitate de plată catastrofală în ceea ce privește emisiunea națională. O astfel de incapacitate de plată catastrofală ar implica un risc de contagiune pentru zona euro în

ansamblu. Un plafon relativ ridicat al obligațiunilor de stabilitate (ceea ce presupune o emisiune națională reziduală mică) ar implica un risc moral mai mare, dar ar permite intrarea în incapacitate de plată a unui stat membru cu efecte mai puțin catastrofale și cu un risc mai mic de contagiune pentru zona euro în ansamblu. Totuși, pentru a susține emisiunea de obligațiuni de stabilitate, ar fi necesar un cadru robust pentru menținerea disciplinei fiscale și a competitivității economice la nivel național, deși disciplina de piață asigurată de menținerea emisiunii naționale ar putea implica un transfer de suveranitate mai puțin dramatic decât în abordarea care presupune o emisiune completă de obligațiuni de stabilitate. În schimb, alegerea plafonului ar putea, de asemenea, determina calitatea probabilă a creditului obligațiunilor de stabilitate. Un plafon relativ scăzut ar susține calitatea creditului obligațiunilor de stabilitate prin limitarea valorii datoriei acoperite de garanțiile comune și individuale mai puternice²³. Garanția comună și individuală pentru obligațiunile de stabilitate ar necesita aproape sigur modificarea Tratatului.

Procesul de punere în aplicare progresivă a acestei abordări ar putea fi din nou organizat în diferite moduri în funcție de ritmul de introducere dorit. În cadrul unei puneri în aplicare accelerate, o anumită parte din obligațiunile publice din zona euro aflate în circulație ar fi înlocuite de obligațiuni de stabilitate la o dată stabilită în prealabil și pe baza unor factori stabiliți în prealabil. Astfel, s-ar stabili rapid o masă critică de obligațiuni de stabilitate în circulație și o piață suficient de lichidă cu o curbă de randament de referință completă. Aceasta ar implica însă ca majoritatea statelor membre să atingă plafoanele la momentul tranziției și ca acestea să continue să facă apel la piețele de capital prin intermediul obligațiunilor naționale. În condițiile actuale ale pieței, acest lucru ar putea reprezenta un dezavantaj pentru unele state membre. În cadrul unei introduceri treptate mai lente, toate (sau aproape toate) emisiunile brute noi pentru statele membre ar fi în obligațiuni de stabilitate până la atingerea plafonului țintă al emisiunii de obligațiuni de stabilitate. Dat fiind că timp de câțiva ani s-ar emite doar (sau aproape doar) obligațiuni de stabilitate, această abordare ar contribui la reducerea presiunii piețelor și ar oferi statelor membre vulnerabile timp pentru ca reformele să își producă efectele. Perioada de tranziție prezintă totuși dificultăți specifice, care derivă din faptul că țările puternic îndatorate au refinanțări de o valoare mai mare și mai frecvente. În afară de cazul în care se convin alte mecanisme, înlocuirea datoriei acestora cu obligațiuni de stabilitate până la atingerea plafonului va fi mai rapidă decât media, în timp ce, în cazul țărilor cu o datorie sub nivelul plafonului, procesul ar dura mai mult. Astfel, riscul individual pe care îl acoperă o posibilă garanție „comună și individuală” ar fi influențat în sens crescător în etapa de tranziție, în timp ce, pe de altă parte, efectul de lichiditate, care ar trebui să compenseze țările AAA, ar fi încă slab. Ar putea fi necesar ca această specificitate să fie reflectată în principiile de guvernare. De exemplu, o alternativă ar fi să se stabilească plafoane anuale predefinite, care să crească lent, de la zero până la valoarea pe termen lung dorită.

Din cauza necesității de a aduce modificări Tratatului, implementarea acestei abordări ar putea să ia mult timp, ca și în cazul abordării nr. 1, deși amploarea mai redusă a modificărilor care ar trebui aduse guvernancei economice și fiscale – datorită încrederii parțiale a piețelor în

²³ Propunerea grupului de reflecție Bruegel este ca plafonul să fie stabilit la 60 % din PIB, utilizând criteriul Maastricht ca referință, însă s-au făcut propuneri cu plafoane și mai scăzute. Într-adevăr, s-a argumentat că un plafon suficient de scăzut ar garanta practic un risc zero de incapacitate de plată în ceea ce privește euro-obligațiunile. O ipoteză standard în evaluarea riscurilor de incapacitate de plată este că, în caz de incapacitate de plată, se poate recupera 40 % din datorie. Dacă se aplică acest raționament datoriei suverane, un plafon inferior valorii de recuperare ar însemna că datoria emisă în cadrul schemei comune va fi rambursată în orice situație.

materie de semnalizare și disciplină – ar putea face procesul de implementare mai puțin complex și mai puțin lung.

Caseta 3: Fond de rambursare a datoriei și obligațiuni sigure

Cu titlu de exemplu specific al abordării care implică emisiunea parțială, Consiliului german al experților economici (GCEE) a prezentat în raportul său anual 2011/12²⁴ o propunere privind obligațiunile sigure care face parte dintr-o strategie de reducere a datoriei la nivelul zonei euro, destinată să aducă nivelul datoriei publice sub plafonul de 60 % prevăzut în Tratatul de la Maastricht

Unul dintre pilonii strategiei este fondul cunoscut sub numele de fondul de rambursare a datoriei. Fondul de rambursare ar mutualiza datoria publică care depășește 60 % din PIB-ul individual al statelor membre din zona euro. Acesta s-ar baza pe răspunderea în solidar. Fiecare țară participantă ar avea obligația, conform unui plan de consolidare definit, să ramburseze în mod autonom datoria transferată, într-o perioadă de 20 - 25 de ani. Răspunderea în solidar pe durata etapei de rambursare înseamnă că astfel s-ar crea obligațiuni sigure. În practică, fondul de răscumpărare ar emite obligațiuni sigure, iar veniturile ar fi utilizate de țările participante pentru a-și acoperi nevoile de finanțare actuale convenite anterior, în scopul răscumpărării obligațiunilor în circulație și al efectuării de noi împrumuturi. Astfel, transferul datoriei ar avea loc treptat, pe o perioadă de aproximativ cinci ani. Prin urmare, statele membre a căror datorie depășește 60 % din PIB nu ar trebui să caute finanțare pe piață în etapa inițială, atât timp cât respectă planul de reducere a datoriei convenit în prealabil. După etapa inițială, nivelurile datoriei în circulație în zona euro ar include: (i) datoria națională până la 60 % din PIB-ul unei țări și (ii) datoria transferată fondului de rambursare al cărei quantum este reprezentat de soldul datoriei la momentul transferului. Rămân deschise unele întrebări, de exemplu cu privire la riscul fondului și la impactul asupra priorității *de facto* care decurge din constituirea de garanții reale pentru obligațiunile fondului.

Fondul de rambursare a datoriei propus de GCEE combină o emisiune comună (temporară) și norme stricte de ajustare fiscală. Aceste obligațiuni sigure nu constituie o propunere de obligațiuni de stabilitate în sensul prezentei cărți verzi; emisiunea comună ar fi temporară și s-ar aplica doar pentru statele membre cu un nivel al datoriei publice de peste 60 % din PIB. Dimpotrivă, GCEE propune introducerea unui instrument de finanțare temporar care ar oferi tuturor statelor membre din zona euro timp și o marjă de manevră financiară pentru a aduce nivelul datoriei lor sub 60 % din PIB. Odată ce acest obiectiv este atins, fondul și obligațiunile sigure ar fi automat lichidate. Prin urmare, obligațiunile sigure sunt mai degrabă un instrument de criză decât o modalitate de integrare permanentă a piețelor de obligațiuni publice din zona euro. În ciuda naturii sale temporare, fondul de rambursare a datoriei ar putea contribui la rezolvarea actualei probleme legate de îndatorarea excesivă.

²⁴

Publicat la 9 noiembrie 2011, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, paragrafele 9-13 și 184-197.

2.3. Abordare nr. 3: Substituirea parțială a emisiunii naționale cu emisiunea de obligațiuni de stabilitate cu garanții individuale dar nu comune

Și în cadrul acestei abordări, obligațiunile de stabilitate ar înlocui doar parțial emisiunea națională și ar fi acoperite de garanții proporționale ale statelor membre din zona euro²⁵. Această abordare diferă de abordarea nr. 2, în sensul că statele membre și-ar păstra răspunderea pentru partea lor din emisiunea de obligațiuni de stabilitate, precum și pentru emisiunea lor națională. Totuși, problemele legate de raportul dintre obligațiunile de stabilitate și emisiunea națională, inclusiv stabilirea plafonului pentru emisiunea de obligațiuni de stabilitate, ar fi în mare măsură aceleași.

Această abordare a obligațiunilor de stabilitate ar oferi mai puține avantaje decât emisiunea comună, însă ar necesita de asemenea respectarea unui număr mai mic de condiții prealabile. Datorită garanției individuale dar nu comune, riscul moral ar fi moderat. Statele membre nu ar putea să efectueze emisiuni care să beneficieze de o eventuală calitate mai ridicată a creditului altor state membre. În plus, continuarea emisiunii de obligațiuni naționale ar expune statele membre analizei și judecății pieței, ceea ce ar constitui un element suplimentar, iar uneori chiar puternic, de descurajare a comportamentului fiscal iresponsabil. Deși această abordare ar fi mai puțin utilă pentru încurajarea eficienței și stabilității pieței, ar putea fi implementată mai ușor și mai rapid. Având în vedere garanțiile individuale dar nu comune, statele membre supuse unor prime de risc de piață ridicate ar profita semnificativ mai puțin decât în abordarea nr. 2, și mai ales decât în abordarea nr. 1, de bonitatea statelor membre ale căror titluri au un randament scăzut. În acest sens, eventuala contribuție a abordării nr. 3 la atenuarea crizei datoriilor suverane din zona euro și posibilele sale implicații asupra sectorului financiar ar fi mult mai limitate. Totuși, având în vedere durata sa de implementare mult mai scurtă, această abordare ar putea, spre deosebire de celelalte două abordări, să contribuie la rezolvarea actualei crize a datoriilor suverane.

Problema esențială legată de această abordare ar ține de natura garanției care acoperă obligațiunile de stabilitate. În absența unei îmbunătățiri a creditului, calitatea creditului obligațiunilor de stabilitate acoperite de garanții individuale dar nu comune ar fi, în cel mai bun caz, media (ponderată) a calității creditului statelor membre din zona euro. Aceasta ar putea fi chiar determinată de calitatea creditului statului membru cu ratingul cel mai scăzut, în afară de cazul în care obligațiunile de stabilitate nu se bucură de o prioritate credibilă față de emisiunea națională în cazul tuturor statelor membre (a se vedea mai jos). Acest lucru ar putea reduce acceptarea instrumentului de către investitori și statele membre cu rating ridicat și ar putea compromite beneficiile obligațiunilor de stabilitate, în special stabilitatea lor în perioadele de dificultăți financiare.

Pentru a crește gradul de acceptare a obligațiunilor de stabilitate în cadrul acestei abordări, calitatea garanțiilor subiacente ar putea fi îmbunătățită. Statele membre ar putea acorda prioritate serviciului datoriei aferente obligațiunilor de stabilitate. De asemenea, statele membre ar putea oferi garanții reale, precum lichidități, rezerve de aur, care depășesc cu mult nevoile în majoritatea țărilor UE, precum și să aloce încasări fiscale specifice serviciului datoriei aferente obligațiunilor de stabilitate. Mai mult decât în cazul abordării nr. 2, unde partea comună este susținută de garanții comune și individuale, fezabilitatea acestei opțiuni se bazează pe rangul superior al emitentului comun și pe o limită prudentă stabilită

²⁵ O astfel de abordare a fost luată în considerare în raportul Grupului Giovannini (2000), având totuși la bază o emisiune descentralizată; mai recent, aceasta a fost avansată de De Grauwe și Moesen (2009), Monti (2010) și Juncker și Tremonti (2010).

pentru emisiunea comună. Aceasta indică necesitatea de a se efectua o analiză atentă a implicațiilor acestei opțiuni pentru obligațiunile actuale aflate în circulație, în cazul cărora pot exista anumite clauze restrictive în materie de constituire de garanții, și de a se identifica soluții adecvate.

În timp ce, în condiții normale, costul total al datoriei unei țări ar trebui să rămână constant sau să scadă, costul marginal al datoriei ar crește. Aceasta ar trebui să contribuie la limitarea riscului moral și la încurajarea disciplinei bugetare, chiar și în absența oricărei forme specifice de guvernare sau supraveghere fiscală consolidată. Obligațiunile de stabilitate ar servi astfel drept legătură și ar spori eficiența pachetului de guvernare recent stabilit, dacă sumele care urmează a fi finanțate prin emisiunea comună sunt determinate în strânsă legătură cu țintele bugetare prevăzute în programele de stabilitate și creează stimulente puternice pentru reducerea rapidă a nivelurilor globale ale datoriei²⁶. S-ar elimina de asemenea necesitatea unei modificări a Tratatului în această privință. Totuși, menținerea calității creditului obligațiunilor de stabilitate ar necesita cel mai probabil o legislație secundară prin care să se instituie rangul superior al obligațiunilor de stabilitate.

Alternativele la tratamentul vechilor obligațiuni, precum și avantajele și dezavantajele lor, ar fi similare celor descrise în cadrul abordării nr. 2.

Această opțiune ar putea fi implementată relativ rapid. Această opțiune ar putea fi pusă în aplicare fără a necesita modificarea Tratatului UE, în timp ce legislația secundară ar putea contribui la consolidarea principiului priorității. În plus, substituirea emisiunii naționale cu obligațiunile de stabilitate ar fi doar parțială.

2.3.1. Combinarea abordărilor

Dat fiind că sfera de aplicare, obiectivele și durata de implementare necesară diferă la cele trei abordări, acestea ar putea fi de asemenea combinate. Abordarea nr. 1 poate fi considerată abordarea cea mai ambițioasă, care ar produce cele mai bune rezultate în materie de integrare a pieței și de consolidare a stabilității, însă implementarea ei ar putea necesita o perioadă considerabilă. Pe de altă parte, opțiunea nr. 3, cu o sferă de aplicare și o structură a garanției diferite, pare să se preteze mai bine unei implementări mai rapide. Prin urmare, există un anumit conflict între obiectivele și aria de aplicare a obligațiunilor de stabilitate, pe de o parte, și viteza posibilă de implementare, de altă parte. Pentru a depăși acest conflict, diferitele opțiuni ar putea fi combinate ca etape succesive ale unui proces de implementare graduală: o introducere relativ rapidă bazată pe o abordare parțială și o structură de garanții individuale, combinate cu un calendar de dezvoltare ulterioară a acestui instrument și cu guvernarea consolidată corespunzătoare. Un astfel de calendar politic inițial ar putea contribui la asigurarea acceptării pe piață a obligațiunilor de stabilitate încă de la început.

²⁶ În mod similar, dar implicând necesitatea modificării Tratatului, Bini-Smaghi a propus o euro-obligațiune cu garanții proporționale, însă cu dreptul de a emite datoria transferată de la statele membre către o agenție supranațională. Datoria ar putea fi emisă până la nivelurile aprobate de Consiliu în contextul aprobării anuale a programelor de stabilitate, ceea ce ar face imposibilă emiterea de datorie pentru a acoperi cheltuieli peste limita datoriei stabilită în fiecare an. În acest fel, s-ar crea o „frână a îndatorării”, ceea ce ar forța o țară să ia din timp decizii atunci când datoria sa publică se apropie prea mult de limita convenită.

2.3.2. Impactul asupra statelor membre ale UE care nu fac parte din zona euro și asupra țărilor terțe

Participarea la cadrul obligațiunilor de stabilitate este în general prevăzută pentru statele membre din zona euro²⁷. Aceasta se explică prin dorința firească a statelor membre de a emite titluri de datorie și de a menține piețele în propria lor monedă și prin faptul că obligațiunile electronice ar putea face parte dintr-un cadru de integrare economică și politică consolidată. Aceste state membre ar fi totuși afectate de introducerea obligațiunilor de stabilitate, însoțită de un cadru de guvernanță economică consolidat. Stabilitatea financiară a zonei euro, susținută de obligațiunile de stabilitate, ar stabiliza de asemenea, în mod direct și substanțial, piețele și instituțiile financiare din aceste țări. Acest lucru ar fi valabil pentru orice țară terță, în măsura în care această țară întreține relații economice și financiare cu zona euro. Pe de altă parte, crearea, prin obligațiunile de stabilitate, a unei piețe foarte mari și solide pentru activele sigure ar putea spori concurența între piețele financiare, în interesul investitorilor.

Tabelul 1: Prezentare sintetică a principalelor trei opțiuni

	(Opțiunea 1)	(Opțiunea 2)	(Opțiunea 3)
Caracteristici principale			
– Grad de substituie a emisiunii naționale cu obligațiuni de stabilitate	Complet	Parțial	Parțial
– Structura garanției	Comună și individuală	Comună și individuală	Individuală (nu comună) cu îmbunătățiri
Efecte principale			
– privind costurile de finanțare medii 1/ pentru obligațiunile de stabilitate în ansamblu 2/ efecte transfrontaliere	1/ Efect pozitiv mediu generat de o lichiditate foarte mare, compensată de riscul moral crescut. 2/ Transfer substanțial al beneficiilor de la țările cu rating ridicat la cele cu rating scăzut	1/ Efect pozitiv mediu generat de o lichiditate medie și un risc moral mediu 2/ Transfer mai puțin substanțial al beneficiilor de la țările cu rating ridicat la cele cu rating scăzut. Anumite presiuni ale piețelor asupra statelor membre cu un nivel ridicat de îndatorare și ratinguri de credit cu risc înalt	1/ efect mediu pozitiv, efect de lichiditate mai mic și politici mai riguroase încurajate de consolidarea disciplinei de piață 2/ niciun impact transfrontalier. Presiuni mai puternice ale piețelor asupra statelor membre cu un nivel ridicat de îndatorare și ratinguri de credit cu risc înalt
– privind posibilul risc moral (în absența unei guvernanțe	Ridicat	Mediu, cu stimulente de piață puternice pentru disciplina	Scăzut, cu stimulente de piață puternice pentru disciplina fiscală

²⁷ Chiar dacă, în cadrul abordării nr. 3 în special, participarea statelor membre din afara zonei euro pare posibilă.

consolidate)		fiscală	
– privind integrarea financiară în Europa	Ridicat	Mediu	Mediu
– privind atractivitatea globală a piețelor financiare din UE	Ridicat	Mediu	Mediu
– privind stabilitatea pieței financiare	Ridicat	Ridicat, cu anumite dificultăți în cazul nivelurilor nesustenabile ale emisiunii naționale	Scăzut, dar poate contribui la soluționarea crizei actuale, datorită implementării rapide.
Considerații juridice	Modificare probabilă a Tratatului	Modificare probabilă a Tratatului	Nicio modificare a Tratatului necesară. O legislație secundară ar putea fi utilă.
Durata minimă necesară pentru implementare	Lungă	Medie spre lungă	Scurtă

3. CADRUL FISCAL PENTRU OBLIGAȚIUNILE DE STABILITATE

3.1. Context

Cadrul de supraveghere fiscală a fost deja consolidat prin recenta reformă a PSC, care include noi mecanisme de punere în aplicare. În plus, acesta ar trebui să fie consolidat și mai mult în viitorul apropiat, în special pentru statele membre din zona euro aflate sub procedura de deficit excesiv și/sau care solicită sau primesc asistență financiară, în conformitate cu concluziile recente ale șefilor de stat și de guvern din zona euro și cu propunerea Comisiei privind două noi regulamente bazate pe articolul 136:

- propunerea de regulament privind dispozițiile comune pentru monitorizarea și evaluarea proiectelor de planuri bugetare și pentru asigurarea corectării deficitelor excesive ale statelor membre din zona euro urmărește triplul obiectiv de a (a) completa semestrul european cu un calendar bugetar comun vizând o mai bună sincronizare a etapelor cheie în elaborarea bugetelor naționale; (b) completa sistemul multilateral de supraveghere a politicilor bugetare (componenta preventivă a PSC) cu cerințe de monitorizare suplimentare pentru a garanta că recomandările UE în materie de politică bugetară sunt integrate în mod corect în elaborarea bugetelor naționale și (c) completa procedura de corectare a deficitului excesiv al unui stat membru (componenta corectivă a PSC) cu o monitorizare mai strictă a politicilor bugetare ale statelor membre aflate sub procedura de deficit excesiv, în vederea realizării din timp a unei corectări durabile a deficitului excesiv;
- propunerea de regulament privind o supraveghere mai atentă garantează că un stat membru din zona euro face obiectul unei supravegheri mai atente atunci când se confruntă sau riscă să se confrunte cu grave dificultăți financiare, cu scopul de a asigura revenirea acestuia rapidă la o situație normală și protejarea celorlalte state membre din zona euro împotriva unor eventuale efecte secundare negative.

Aceste două noi regulamente, împreună cu schimbările profunde care decurg din reforma PSC, constituie o bază solidă pentru o mai bună coordonare a politicilor bugetare ale statelor membre din zona euro.

Totuși, obligațiunile de stabilitate creează un risc moral și necesită o consolidare suplimentară a cadrului, în funcție de opțiunea aleasă. Se pot identifica trei dimensiuni ale unui astfel de cadru consolidat:

- Ar fi necesare o supraveghere sporită și o ingerință în elaborarea și implementarea politicilor fiscale naționale dincolo de ceea ce prevăd propunerile recente. În plus, serviciul datoriei aferente obligațiunilor de stabilitate ar fi pe deplin asigurat.
- În același timp, simpla existență a obligațiunilor de stabilitate ar putea modifica fundamental procesele bugetare, în special prin intermediul mecanismelor de alocare, și oferi un instrument pentru a pune în mod eficient în aplicare un cadru bazat pe norme pentru politicile fiscale.
- Ar putea fi impuse condiții fiscale pentru intrarea în sistemul obligațiunilor de stabilitate, având ca efect consolidarea credibilității celor două planuri de ajustare actuale, într-un ritm normal.

3.2. Supraveghere sporită și ingerință în politicile fiscale naționale

Reformele recente vizând supravegherea și reformele care vor urma creează o bază solidă pentru limitarea acestor riscuri, dar nu sunt suficiente. O astfel de consolidare a cadrului s-ar putea aplica supravegherii UE și cadrelor bugetare naționale.

În conformitate cu modificările discutate în prezent, aceasta ar presupune examinarea mai detaliată a proiectelor de buget, nu numai pentru țările cu dificultăți bugetare, ci pentru toate statele membre participante. Aprobarea bugetelor de către UE ar putea fi necesară pentru statele membre participante în anumite situații, cum ar fi un grad mare de îndatorare sau un nivel ridicat al deficitului. În plus, ar fi necesară o monitorizare mult mai strictă a cadrului de execuție bugetară. Aceasta ar putea cuprinde inclusiv o raportare periodică la ședințele bugetare comune, elaborarea unor mecanisme de avertizare pe baza unor indicatori fiscali, precum și posibilitatea efectivă de corectare a derapajelor în cursul execuției, de exemplu planificând în mod explicit rezerve bugetare *ex ante* și condiționând intrarea în vigoare a unor noi măsuri costisitoare de o execuție conformă.

Cadrele fiscale naționale vor fi consolidate într-un termen relativ scurt prin implementarea directivei privind cadrele fiscale (care ar putea fi de fapt accelerată). În plus, sunt în curs discuții să se meargă chiar mai departe, printre altele prin introducerea unor norme de transpunere a cadrului PSC în legislația națională, preferabil la nivel constituțional, și cu mecanisme corespunzătoare de punere în aplicare. Alte posibile îmbunătățiri esențiale ale cadrelor naționale includ adoptarea de cadre obligatorii pe termen mediu, organisme independente de evaluare a ipotezelor pe care se bazează bugetele naționale și mecanisme eficiente de coordonare între diferitele niveluri ale administrațiilor publice. În ceea ce privește acest din urmă punct, mutualizarea datoriilor la nivel european poate oferi un motiv suplimentar pentru a apropia administrarea datoriilor sub-sectoarelor administrațiilor publice.

Cadrele naționale au de asemenea un rol important de jucat în sprijinirea supravegherii la nivelul UE. De exemplu, un calendar comun pentru elaborarea bugetelor ar facilita supravegherea UE (și, de fapt, un astfel de calendar ar putea necesar pentru a planifica alocarea obligațiunilor de stabilitate în practică). În mod similar, o monitorizare adecvată a execuției bugetare la nivelul UE se bazează pe acorduri naționale solide în acest sens, ceea ce ar putea necesita adoptarea de norme comune de control și publicare.

Ar trebui să se implementeze un sistem care să asigure în mod credibil serviciul complet al datoriei pentru fiecare stat membru care beneficiază de emisiunea de obligațiuni de stabilitate. Aceasta presupune că serviciul datoriei aferente obligațiunilor de stabilitate sau, mai exact, plata dobânzii pentru emisiunea comună, nu ar trebui în niciun moment să fie pusă în discuție. O opțiune în acest sens ar fi să se acorde o putere extinsă de ingerință la nivelul UE în cazul unor dificultăți financiare majore, inclusiv posibilitatea de a plasa statul membru în cauză sub o anumită formă de „administrare”. După cum s-a menționat deja în secțiunea anterioară, o altă opțiune, care ar afecta poate mai puțin suveranitatea națională, ar fi să se introducă pentru statele participante o clauză de prioritate a serviciului datoriei din sistemul obligațiunilor de stabilitate față de orice cheltuială din bugetele naționale. Aceste norme ar trebui să aibă o forță juridică constrângătoare, probabil la nivel constituțional. În plus și în conformitate cu ceea ce s-a menționat mai sus, obligațiile față de sistemul obligațiunilor de stabilitate ar avea prioritate față de posibilele emisiuni naționale noi (rămase).

3.3. Obligațiunile de stabilitate ca element al unui cadru fiscal îmbunătățit

Deși obligațiunile de stabilitate creează un risc moral, acestea sunt de asemenea susceptibile să modifice în profunzime condițiile în care politicile bugetare sunt elaborate și implementate. Aceasta în special datorită faptului că orientările europene privind politicile bugetare naționale ar fi traduse în cifre tangibile de însuși procesul de stabilire a alocațiilor de împrumut pentru statele membre participante. Într-adevăr, conform oricăreia dintre opțiunile discutate, funcționarea obligațiunilor de stabilitate ar necesita să se determine *ex ante* plafoane de împrumut naționale, ceea ce ar modela sau cel puțin ar afecta bugetele naționale, în special în cazul opțiunilor cu amploare mai mare (adică, abordarea nr. 1 de mai sus), în care obligațiunile de stabilitate ar trebui să acopere în întregime sau în cea mai mare parte nevoile de finanțare ale țărilor participante. În această optică, obligațiunile de stabilitate pot fi privite nu doar ca o posibilă sursă de risc moral, ci și ca un factor de îmbunătățire a coordonării politicilor bugetare prin aplicarea eficientă a unui cadru bazat pe norme.

Dacă obligațiunile de stabilitate ar asigura totalitatea sau cea mai mare parte a finanțelor publice (adică, abordarea nr. 1), ar trebui ca alocările din cadrul sistemului de obligațiuni de stabilitate să se efectueze pe baza unor principii clare:

- (1) *Alocările maxime ar trebui să se bazeze pe norme fiscale suficient de riguroase, în cadrul PSC care oferă o bază naturală. Normele ar oferi astfel stimulente puternice pentru un comportament fiscal responsabil.*
- (2) *Aceste orientări ar trebui să prevadă un grad de flexibilitate care să permită să se facă față unor evoluții neprevăzute și să se minimizeze riscul unor politici prociclice. O chestiune esențială ar fi să se stabilească dacă această flexibilitate fiscală care ar permite să se reacționeze la șocuri - fie specifice unei țări, fie la nivelul zonei euro - ar fi asigurată printr-o emisiune suplimentară de obligațiuni de stabilitate sau ar trebui să se bazeze pe o emisiune națională (dacă o astfel de emisiune este încă posibilă). Cu cât se permite o mai mare flexibilitate în sistem, cu atât este mai mare nevoia de mecanisme de constrângere (cum ar fi conturile de control) pentru a garanta că această flexibilitate rămâne în limitele convenite și a evita „umflarea datoriei”.*
- (3) *Normele ar trebui să includă de asemenea o anumită formă de „răspuns gradual” la evoluțiile fiscale negative. Acest răspuns gradual ar putea lua forma unei supravegheri mai stricte, a ingerinței în politicile fiscale naționale, după cum s-a discutat mai sus.*

În plus, s-ar putea integra în sistem stimulente financiare pentru politicile fiscale riguroase. Deși randamentele obligațiunilor de stabilitate ar fi determinate de piață, costurile de finanțare ar putea diferi de la un stat membru la altul, în funcție de poziția sa fiscală sau de politicile sale fiscale, ori de credibilitatea sa pe piață, așa cum este reflectată de prima de risc a emisiunilor naționale față de emisiunile comune. Aceasta ar stimula o politică fiscală riguroasă în cadrul sistemului și ar imita disciplina pieței, deși într-un manieră mai puțin drastică și mai consecventă decât în cazul piețelor. Un astfel de stimulent, care ar exista automat în cadrul opțiunii „garanție individuală”, ar putea fi însoțit de rate „punitive” în cazul derapajelor de la planuri.

3.4. Condiții fiscale pentru intrarea în sistem

Pentru a implementa conceptul de obligațiuni de stabilitate ca veritabile „obligațiuni de stabilitate”, s-ar putea stabili de asemenea condiții macroeconomice și fiscale pe care statele trebuie să le respecte pentru a intra și a rămâne în sistem. De exemplu, statelor membre li s-ar putea refuza accesul la obligațiunile de stabilitate dacă nu și-au respectat angajamentele luate în PSC sau într-un cadru fiscal consolidat. Ca alternativă, statele membre care își ratează țintele fiscale ar putea fi obligate să furnizeze garanții reale (suplimentare) pentru o nouă emisiune de obligațiuni de stabilitate sau li s-ar putea aplica o majorare a dobânzii. Accesul ar putea fi de asemenea limitat în funcție de gradul de nerespectare: o abatere cu un punct procentual din PIB de la bugetul general al guvernului ar putea reduce cu un anumit număr de puncte procentuale din PIB dreptul de a emite obligațiuni de stabilitate.

Această abordare ar putea prezenta o serie de beneficii:

- În primul rând, în măsura în care doresc să fie incluse în sistemul de obligațiuni de stabilitate, statele membre ar fi stimulate suplimentar să implementeze pe deplin măsurile de consolidare și reformă pe care le-au demarat deja, într-un mod similar măsurilor de convergență aplicate pentru adoptarea monedei euro.
- În al doilea rând, piețele financiare și societățile în general ar considera planurile de consolidare mai credibile, ținând cont de perspectiva obligațiunilor de stabilitate. Astfel, perspectiva intrării în sistemul de obligațiuni de stabilitate ar putea spori deja încrederea într-un termen relativ scurt. Acest câștig de încredere ar putea de fapt să faciliteze ajustările fiscale în unele țări.
- În fine, stabilirea unor condiții fiscale stricte pentru aderarea și pentru rămânerea în sistem ar putea reduce nivelurile de îndatorare și nevoile de finanțare înainte ca țările respective să participe la obligațiunile de stabilitate. Primele de risc și randamentele obligațiunilor de stabilitate ar putea fi astfel reduse.

O astfel de abordare ar obliga statele membre să mențină posibilități de finanțare reziduală, în cazul în care nu îndeplinesc aceste condiții. În consecință, obligațiunile de stabilitate nu ar înlocui neapărat întreaga emisiune de obligațiuni din statele membre din zona euro. Ar trebui de asemenea să se desemneze o instituție sau un organism responsabil cu monitorizarea respectării acestor criterii de aderare (de exemplu, dar nu neapărat, oficiul de administrare a datoriei).

4. ASPECTE LEGATE DE IMPLEMENTARE

4.1.1. Structură organizatorică

Ar trebui să se definească o serie de aspecte tehnice legate de organizarea emisiunii de obligațiuni de stabilitate. În special, ar trebui să se stabilească structura instituțională a operațiunilor de finanțare, adică dacă se înființează un oficiu centralizat de administrare a datoriei sau dacă funcțiile esențiale ar putea fi asigurate în mod descentralizat de trezoreriile naționale și de oficii naționale de administrare a datoriei. În ceea ce privește abordarea descentralizată, emisiunea ar trebui să fie efectuată în condiții și prin proceduri uniforme și ar necesita un grad ridicat de coordonare. Deși o abordare centralizată nu ar mai necesita coordonarea emisiunilor de obligațiuni, ar necesita totuși transmiterea de informații detaliate și credibile privind nevoile de finanțare ale statelor membre, astfel încât emisiunile să poată fi

planificate. În ceea ce privește structura agenției centrale de emisiune, pot fi luate în calcul mai multe opțiuni, în special următoarele: (a) Comisia Europeană ar putea servi drept oficiu de administrare a datoriei, ceea ce ar permite introducerea rapidă a obligațiunilor de stabilitate și ar permite ca instrumentul să fie utilizat pentru gestionarea crizei actuale; sau (b) FESF/MES ar putea fi transformat într-un oficiu de administrare a datoriei propriu-zis; sau (c) ar putea fi creat un nou oficiu de administrare a datoriei²⁸, care ar necesita o anumită perioadă de timp pentru a deveni operațional. Costul administrativ exact al introducerii obligațiunilor de stabilitate nu poate fi calculat dacă toate celelalte detalii nu sunt definite în prealabil. Amploarea acestora ar avea de asemenea un impact asupra bugetelor statelor membre.

Un aspect tehnic important ar fi modul în care un oficiu centralizat de administrare a datoriei ar realoca fondurile colectate statelor membre. În principiu, ar exista două opțiuni, care ar putea fi de asemenea combinate: (a) realocare sub forma unor împrumuturi directe, în care statele membre ar primi finanțarea pe baza unui acord de împrumut; și b) achiziționarea directă, de la statele membre, a tuturor obligațiunilor publice sau a cantității convenite, de către oficiul de administrare a datoriei, pe piața primară. A doua opțiune ar permite de asemenea oficiului de administrare a datoriei să achiziționeze datorie publică în circulație pe piața secundară, dacă este necesar.

Rambursarea obligațiunilor ar trebui, de asemenea, să fie organizată. Pentru aceasta, cel mai simplu ar fi ca autoritățile naționale să efectueze viramente către agenția emitentă, care ar organiza rambursarea în favoarea deținătorilor obligațiunilor. Pentru ca participanții la piață să poată avea siguranța că serviciul datoriei va fi întotdeauna garantat și că nu vor apărea întârzieri la plată, oficiul de administrare a datoriei ar trebui să dispună de un flux de venituri stabil și previzibil. Deși statele membre ar trebui să garanteze obligațiile acestui organism, ar trebui să se verifice dacă acest lucru este suficient sau dacă sunt necesare rezerve tampon de lichidități ca garanții reale suplimentare. Actualele oficii naționale de administrare a datoriei fac parte din instituțiile fiscale naționale și sunt autorizate de guverne să colecteze impozite. În cazul unui oficiu de administrare a datoriei la nivel supranațional, nu ar exista o astfel de legătură directă cu veniturile fiscale, ceea ce ar putea reduce acceptarea de către piață a instrumentelor de datorie care ar urma să fie emise.

Chiar și cu obligațiunile de stabilitate, ar fi necesară o administrare a lichidităților statelor membre. În practică, ar fi aproape imposibil să se conceapă o emisiune de obligațiuni care să corespundă perfect fluxurilor de plăți ale statelor membre. Prin urmare, ar fi necesar ca emisiunea de obligațiuni de stabilitate să fie însoțită de o administrare zilnică a lichidităților, care ar putea fi lăsată în responsabilitatea autorităților naționale. Una dintre opțiuni ar fi ca emisiunea de obligațiuni de stabilitate să se concentreze pe nevoile de finanțare pe termen mediu, iar autoritățile naționale să administreze profilele lor de plată prin depozite și împrumuturi sau titluri de creanță pe termen scurt. Indiferent de structura organizatorică, ar trebui să se elaboreze proceduri pentru coordonarea planurilor de finanțare ale statelor membre individuale, în vederea creării unor emisiuni de referință și a constituirii unei curbe de randament de referință completă.

²⁸ Într-o etapă de tranziție, ar putea exista o agenție a Comisiei, cu personal al acesteia și personal temporar al agențiilor naționale de administrare a datoriei, care ulterior, dacă este necesar, ar fi transformată într-o agenție de administrare a datoriei.

4.1.2. Relația cu MES

Înființarea unei agenții de emisiune comună a obligațiunilor de stabilitate pentru statele membre din zona euro ar putea necesita o clarificare a împărțirii sarcinilor în cadrul Mecanismului european de stabilitate. În principal, pot fi adoptate două poziții: MES ar putea fi considerat redundant în mod semnificativ, deoarece emisiunea comună, combinată cu consolidarea normelor de supraveghere fiscală, ar putea îndeplini un rol de organizare a finanțării obișnuite pentru guvernele statelor membre, precum și a finanțării suplimentare excepționale în cazul unor dificultăți majore ale unui stat membru. Totuși, combinarea rolului de administrare a datoriei și a rolului de finanțare de urgență ar putea să nu fie cea mai bună opțiune, putând duce la o confuzie a rolurilor, la o slăbire a stimulentei și a guvernantei, precum și la crearea unei instituții de finanțare unice extrem de complexă. Din acest motiv, MES și-ar putea păstra rolul de emitent distinct de titluri de datorie în vederea organizării și a satisfacerii nevoilor de finanțare excepționale.

Opțiunea interacțiunii cu MES ar depinde de asemenea de abordarea selectată cu privire la obligațiunile de stabilitate. MES ar putea fi considerat relativ redundant în cazul abordării nr. 1 a obligațiunilor de stabilitate. În cadrul acestei abordări, care prevede o acoperire aproape completă a nevoilor de finanțare de către statele membre, ar putea să se asigure de asemenea satisfacerea nevoilor de finanțare suplimentare excepționale. Situația pare mult mai puțin clară în cazul abordărilor nr. 2 și nr. 3, conform cărora statele membre ar continua să emită obligațiuni naționale în paralel cu emisiunea comună de obligațiuni de stabilitate. Ar putea să se ia în calcul chiar posibilitatea utilizării cadrului MES în primele etape ale creării sistemului de obligațiuni de stabilitate. Cum MES se va baza pe garanții individuale ale statelor membre, introducerea graduală a obligațiunilor de stabilitate pe bază de garanții individuale (dar nu comune), adică în conformitate cu abordarea nr. 3, ar putea fi însoțită de finanțarea și emisiunea MES, ceea ce ar depăși rolul său actual de asistență financiară excepțională. În principiu, se pot aplica garanții individuale și comune Mecanismului european de stabilitate într-o etapă ulterioară.

4.1.3. Regimul juridic al emisiunii

Trebuie să se ia de asemenea în considerare regimul juridic corespunzător sub care se efectuează emisiunea obligațiunilor de stabilitate. În prezent, obligațiunile publice sunt emise conform dreptului național. Pentru emisiunile de obligațiuni internaționale, se utilizează adesea dreptul englez sau, dacă este vorba de piața SUA, dreptul statului New York. Nu există un drept echivalent UE care ar putea reglementa emisiunea de obligațiuni de stabilitate. Deși este o practică comună ca emisiunile de obligațiuni internaționale să se realizeze în baza dreptului unui stat străin, ar putea să apară probleme dacă întreaga datorie publică ar fi acoperită de dreptul englez sau american, dat fiind că abordarea anglo-saxonă bazată pe jurisprudență este diferită de sistemul juridic al multor state membre. Ar trebui de asemenea să se convină asupra instanțelor competente.

4.1.4. Documentare și convenții ale pieței

Ar fi necesară o decizie privind opțiunile de finanțare, caracteristicile garanțiilor și convențiile pieței. În cazul unui emitent bine stabilit pe piață, licitația ar fi opțiunea preferată pentru emisiune. Sindicalizarea prezintă avantajul că sectorul financiar este implicat în comercializarea instrumentelor, iar evaluarea unei garanții este mai previzibilă. În plus, prin sindicalizare se pot plasa în general volume mai mari, deoarece această formulă îi include de

asemenea pe micii investitori. În plus, ar trebui stabilite diverse caracteristici ale garanțiilor și convențiile pieței. Cele mai importante dintre acestea sunt abordate în anexa 4.

4.1.5. Aspecte contabile

Un alt aspect care necesită clarificări suplimentare este tratamentul obligațiunilor de stabilitate conform normelor contabile naționale. În special, trebuie studiată problema modului în care ponderea datoriei naționale în PIB ar fi afectată de obligațiunile de stabilitate în funcție de diferitele structuri ale garanției. Natura oricărei noi entități emitente va fi un alt aspect important de analizat.

5. CONCLUZII ȘI PERSPECTIVE

Emisiunea comună de obligațiuni de stabilitate de către statele membre din zona euro prezintă beneficii potențiale semnificative. Printre acestea se numără consolidarea pieței interne și optimizarea funcționării piețelor de capital, creșterea stabilității și a rezistenței la șocuri a sectorului financiar și a finanțelor publice, sporirea atractivității piețelor financiare din zona euro și a monedei euro la nivel mondial și reducerea impactului pesimismului excesiv al piețelor asupra costurilor datoriei suverane.

Totuși, introducerea obligațiunilor de stabilitate este de asemenea asociată cu provocări importante. Acestea trebuie abordate într-un mod convingător dacă se dorește să se profite pe deplin de toate beneficiile și să se evite posibilele efecte negative. În special, ar fi necesar un cadru suficient de robust pentru disciplina bugetară și competitivitatea economică la nivel național și un control mai amplu din partea UE cu privire la politicile bugetare naționale, în special pentru opțiunile cu garanții individuale și comune, pentru a limita riscul moral între statele membre din zona euro, a susține calitatea creditului obligațiunilor de stabilitate și a asigura securitatea juridică.

Numeroasele opțiuni pentru emisiunea comună de obligațiuni de stabilitate pot fi încadrate în trei abordări generale. Aceste abordări implică o substituie completă a emisiunii naționale cu o emisiune de obligațiuni de stabilitate acoperită cu garanții comune și individuale, o substituie parțială a emisiunii naționale cu o emisiune de obligațiuni de stabilitate acoperită cu garanții similare și o substituie parțială a emisiunii naționale cu o emisiune de obligațiuni de stabilitate acoperită cu garanții individuale. Aceste opțiuni prezintă diferite compromisuri între beneficiile așteptate și condițiile prealabile care trebuie îndeplinite.

În special din cauza diferențelor în ceea ce privește modificările care trebuie aduse Tratatului UE (TFEU), diversele opțiuni ar necesita perioade de implementare diferite. Abordarea nr. 1, a cărei sferă de aplicare este cea mai vastă, ar necesita cele mai multe modificări ale Tratatului și cele mai multe pregătiri administrative, din cauza introducerii obligațiunilor comune ca atare și a consolidării simultane a guvernantei economice. Abordarea nr. 2 ar necesita de asemenea o perioadă de realizare considerabilă. În schimb, abordarea nr. 3 pare fezabilă fără a aduce modificări majore Tratatului, ceea ce scurtează perioada de realizare.

Sugestiile și constatările din prezentul document au un caracter de explorare, iar lista aspectelor care trebuie luate în considerare nu este neapărat exhaustivă. În plus, multe dintre beneficiile și dificultățile potențiale sunt prezentate doar din punct de vedere calitativ.

O cuantificare detaliată a acestor diverse aspecte ar fi în mod intrinsec dificilă și/sau ar necesita mai multe analize și date de la diverse părți. De asemenea, în multe cazuri, problemele care trebuie rezolvate sau deciziile care trebuie luate sunt identificate, dar rămân nesoluționate.

Este indispensabil să se efectueze mai multe lucrări de analiză și consultări pentru a face progrese în această chestiune. Mai multe dintre conceptele cheie, obiectivele și beneficiile potențiale, cerințele și dificultățile de implementare merită o reflecție și o analiză mai detaliată. Punctele de vedere ale principalelor părți interesate cu privire la această chestiune sunt esențiale. În special, ar trebui să fie consultați în mod corespunzător statele membre, actorii de pe piețele financiare, asociațiile profesionale ale participanților la piețele financiare, specialiștii din mediul academic, din UE și din afara UE, precum și publicul larg. Rezultatele acestei consultări ar trebui să se reflecte în măsurile ulterioare posibilei lansări a obligațiunilor de stabilitate.

În consecință, Comisia a hotărât să lanseze o consultare largă²⁹ cu privire la prezenta carte verde, până la [8 ianuarie 2012]³⁰. Comisia va solicita punctul de vedere al tuturor părților interesate relevante, așa cum au fost definite mai sus, precum și poziția celorlalte instituții. Pe baza acestui feedback, Comisia va face cunoscut punctul său de vedere cu privire la calea de urmat (la mijlocul lunii februarie, 2012).

²⁹ Feedbackul poate fi trimis prin toate mijloacele obișnuite, inclusiv o adresă de e-mail dedicată: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu; (site web: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

³⁰ Pentru o continuare adecvată, derogarea de la perioada de consultare obișnuită, adică opt săptămâni, se justifică prin faptul că conceptul de obligațiuni de stabilitate/euro-obligațiuni face deja, de mult timp, obiectul unor discuții ample.

Anexa 1: Cifre principale cu privire la pietele obligațiunilor publice

Stat membru	Creanțe administrații publice			Datoria administrației centrale	Randamentul obligațiunilor publice	Spreaduri CDS	Rating de credit
	Miliarde EUR, final 2010	% din PIB, final 2010	% din zona euro, final 2010	% din PIB, final 2010	% pe an, 10 ani, 8.11.2011	Puncte de bază anuale; contracte pe 5 ani, + 8.11.2011	Standard & Poor's, 8.11.2011
Belgia	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Germania	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Estonia	1,0	6,7	0,0	3,3	-	-	AA-
Grecia	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	-	CC
Spania	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Franța	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Irlanda	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Italia	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Cipru	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	-	BBB-
Luxemburg	7,7	19,1	0,1	17,4	-	-	AAA
Malta	4,3	69	0,1	68,9	-	-	A
Țările de Jos	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Austria	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Portugalia	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Slovenia	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Slovacia	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Finlanda	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Zona euro	7822,4	85,4	100	71,6	-	-	-
<i>p.i.: SUA</i>	<i>10258</i>	<i>94,4</i>			<i>2,08</i>	<i>47,5</i>	<i>AA+</i>

Surse: Eurostat, FMI, S&P, Bloomberg

Anexa 2: Scurtă trecere în revistă a literaturii consacrate obligațiunilor de stabilitate

Cadrele universitare, analiștii financiari și factorii de decizie au publicat numeroase studii privind conceptul de euro-obligațiuni (obligațiuni de stabilitate). Prezenta anexă propune o sinteză a contribuțiilor publicate până în prezent, grupându-le în funcție de caracteristicile de bază ale propunerilor.

- *Calitatea creditului și structura garanției*: Majoritatea autorilor subliniază importanța statutului de refugiu pe care euro-obligațiunile ar trebui să-l aibă și care ar fi reflectat în rating. Structura garanției și rangul de prioritate ar fi principalii factori care ar asigura cea mai ridicată calitate a creditului. Literatura de specialitate identifică două tipuri de garanții de bază care pot fi integrate în euro-obligațiuni: (i) individuală și comună (Jones, Delpla și von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero și Missale, J.P. Morgan) pentru care fiecare țară garantează în fiecare an întreaga emisiune de euro-obligațiuni și (ii) proporțională (Juncker și Tremonti, De Grauwe și Moesen, BBVA) pentru care o țară nu garantează decât o parte fixă din emisiune. Favero și Missale subliniază că o euro-obligațiune susținută de garanții comune și individuale ar putea reduce riscul de propagare a crizei și de contagiune. Pe de altă parte, autorii care favorizează garanția proporțională susțin că aceasta reduce riscul moral. Capaldi combină o garanție proporțională cu îmbunătățiri ale creditului (rezervă tampon de lichidități, supra-garanție, capital etc.) pentru a asigura cel mai ridicat rating de credit. Delpla și Weizsäcker, Barclays Capital și Döbel propun să se asigure calitatea creditului euro-obligațiunilor conferindu-le un rang superior celui al obligațiunilor naționale, susținând că în cazul extrem al incapacității de plată pentru împrumuturile suverane, valoarea de recuperare ar fi suficient de ridicată pentru a onora pe deplin obligațiunile prioritare. Döbel prezintă o abordare ușor diferită de asigurare parțială a obligațiunilor suverane (prioritare) de către MES.
- *Riscul moral*: Riscul moral generat de măsuri care nu stimulează suficient disciplina fiscală este principalul argument utilizat împotriva obligațiunilor de stabilitate și aspectul cel mai discutat în toate propunerile (în special de Issing). Unii autori propun limitarea volumului de euro-obligațiuni emise în numele statelor membre, adesea în funcție de plafonul de îndatorare de 60 % definit în PSC. Orice împrumut suplimentar ar trebui finanțat prin obligațiuni naționale. Delpla și von Weizsäcker explorează această idee în conceptul obligațiunilor albastre. Aceștia sugerează o împărțire a emisiunii între obligațiuni albastre, adică de prim rang, extrem de lichide și sigure (susținute de garanții comune și individuale ale țărilor participante) și obligațiuni roșii – subordonate și cu caracter strict național. Prețul obligațiunilor roșii ar încuraja guvernele să țină bugetul sub control. Mergând pe o linie similară, Jones și Barclays Capital's propun să se limiteze atât datoria, cât și deficitul, ceea ce ar permite o reducere progresivă a ponderii datoriei în PIB. Pe lângă limitarea emisiunii de euro-obligațiuni, Favero și Missale propun tratarea problemei riscului moral prin intermediul unui sistem de compensare bazat pe indexarea dobânzilor plătite de fiecare stat membru (în funcție de prima sa de risc de credit sau de anumiți parametri fiscali). Boonstra, De Grauwe și Moesen, BBVA și Natixis propun mai multe tipuri de sisteme de bonus/sanționare, de exemplu în funcție de capacitatea diferitelor state membre de a-și reduce deficitul și datoriile publice.
- Toți autorii sunt de acord că întărirea disciplinei fiscale ar trebui să constituie piatra de temelie a oricărui proiect de euro-obligațiuni, independent de sfera de aplicare și de structura garanției. Pe lângă emisiunea de obligațiuni „roșii”/naționale, Favero și Missale sugerează restrângerea participării la statele membre cu ratingul de credit cel mai ridicat

sau limitarea emisiunii la o categorie de instrumente cu risc redus, pe termen scurt, cum ar fi bonurile de tezaur. Barclays, BBVA, Delpla și von Weizsäcker, Eijffinger, Becker și Issing iau în calcul crearea de organe de audit independente și alte organe specifice zonei euro, care să coordoneze politicile fiscale și economice. În cadrul sistemului complex conceput de Delpla și Weizsäcker, alocarea anuală ar fi propusă de un consiliu independent pentru stabilitate. Această alocare ar fi ulterior aprobată de parlamentele naționale ale statelor membre participante, care ar avea în ultimă instanță puterea de decizie bugetară pentru stabilirea garanțiilor mutuale pentru euro-obligațiuni (obligațiuni albastre). Orice țară care ar vota împotriva alocării propuse ar decide astfel să nu emită euro-obligațiuni (obligațiuni albastre) în anul următor și să nu garanteze nicio obligațiune albastră în anul respectiv. Boonstra propune ca țările care încalcă normele să fie imediat aspru pedepsite, de exemplu prin pierderea fondurilor de la bugetul UE și pierderea influenței politice a dreptului de vot în organele BCE.

- *Aspecte practice ale emisiunii:* Majoritatea autorilor propun înființarea unei agenții comune a datoriei, care să coordoneze emisiunea și administrarea datoriei. În cadrul propunerilor de categorii de obligațiuni albastre și roșii, emisiunea părții naționale a datoriei ar rămâne în responsabilitatea trezoreriilor naționale.
- *Gradul de participare a țărilor:* Becker enumeră o serie de opțiuni pentru participarea la euro-obligațiuni. Acestea ar putea fi: (i) obligațiuni comune emise de țări cu același rating; (ii) obligațiuni comune *ad hoc* similare obligațiunilor comune emise de anumite landuri germane; (iii) participarea la o obligațiune publică comună doar atunci când țările UEM afișează o consolidare fiscală solidă în perioade de expansiune sau (iv) promovarea de către Germania și Franța a unui instrument lichid pe termen scurt sau a unei piețe europene comune rezervate bonurilor de tezaur.

Anexa 3: Prezentare generală a instrumentelor existente conexe

1. Uniunea Europeană

Comisia Europeană, în numele Uniunii Europene, administrează în prezent trei programe în cadrul cărora poate acorda împrumuturi prin emiterea de instrumente de datorie pe piețele de capital, de obicei pe o bază „back-to-back”. Toate mecanismele asigură împrumuturi suverane. Uniunea Europeană este autorizată de Tratatul privind funcționarea UE să adopte programe de împrumut și garantare care mobilizează resurse financiare în vederea îndeplinirii mandatului său.

- În cadrul *programului de sprijin pentru balanțele de plăți (BdP)*, UE acordă asistență financiară statelor membre din afara zonei euro care sunt grav amenințate de dificultăți privind balanța de plăți (articolul 143 din Tratatul privind funcționarea Uniunii Europene).
- În cadrul *programului MESF*, Comisia Europeană este autorizată să contracteze împrumuturi în numele UE în scopul finanțării împrumuturilor acordate în cadrul mecanismului european de stabilizare financiară (Regulamentul nr. 407/2010 al Consiliului din 11 mai 2010). Începând cu decembrie 2010, au fost convenite programe de sprijin pentru Irlanda și Portugalia în valoare de 22,5 miliarde EUR și respectiv 26 de miliarde EUR.
- *Programul de asistență macrofinanciară (AMF)* acordă împrumuturi țărilor din afara Uniunii Europene. Asistența macrofinanciară este un instrument financiar bazat pe o politică economică prin care se acordă sprijin, necondiționat și fără o alocare specială, pentru balanța de plăți a unei țări terțe partenere (art. 212 și 213 din TFUE). Sprijinul ia forma unor împrumuturi sau subvenții pe termen mediu/lung, ori a unei combinații între acestea, și completează finanțarea oferită în contextul unui program de reformă al Fondului Monetar Internațional³¹.

Rating de credit

Ratingul AAA al UE reflectă mai mulți factori. Împrumuturile sunt obligații directe și necondiționate ale UE și sunt garantate de toate statele membre ale UE. Resursele bugetare provin aproape în totalitate din veniturile vărsate de statele membre, independent de parlamentele naționale, inclusiv taxe și drepturi vamale pe importurile în UE, precum și contribuții ale fiecărui stat membru din încasările TVA și VNB. Astfel, obligațiunile emise de UE beneficiază de o ponderare la risc zero și pot fi utilizate ca garanție reală la BCE.

Pentru toate împrumuturile, investitorii sunt în ultimă instanță expuși riscului de credit al UE, și nu celui al beneficiarilor împrumuturilor finanțate. În cazul în care o țară beneficiară intră în incapacitate de plată, plata va fi efectuată din bugetul UE (127 de miliarde EUR în 2011). Statele membre UE sunt obligate legal de către Tratatul UE să asigure fondurile necesare pentru îndeplinirea tuturor obligațiilor UE.

Caracteristici cheie ale emisiunilor de obligațiuni ale UE

Până în prezent, UE a emis obligațiuni de referință în cadrul programului său european de emisiuni de bilete de trezorerie pe termen mediu (*Euro Medium Term Note* - EMTN), care a

³¹ Pentru informații suplimentare, a se vedea
http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

fost majorat la 80 de miliarde EUR, pentru a ține cont de emisiunile din cadrul MESF. Emisiunile de referință au fost reluate la finalul anului 2008, sub efectul crizei.

Odată cu activarea MESF pentru Irlanda și Portugalia, UE a devenit un emitent de referință frecvent. Planul de împrumut total al MESF pentru 2011 se ridică la aproximativ 28 de miliarde EUR (13,9 miliarde EUR pentru Irlanda, 14,1 miliarde EUR pentru Portugalia; în cadrul BdP și al AMF: aproximativ 2 miliarde EUR). Finanțarea este denominată exclusiv în euro.

Dat fiind că asistența UE vizează termenul mediu, scadențele sunt în general cuprinse între 5 și 10 ani, dar acest interval poate fi extins la 3 - 15 ani (și, ocazional, 30 de ani).

Regimul „back to back ” care se aplică împrumuturilor garantează că bugetul UE nu suportă niciun risc de rată a dobânzii și niciun risc de schimb valutar. În ciuda regimului „back-to-back”, serviciul datoriei aferente obligațiunii revine Uniunii Europene, care se va asigura că toate plățile aferente obligațiunilor sunt efectuate la timp.

În calitate de împrumutător de referință frecvent, UE intenționează să stabilească o curbă de randament lichidă conform parametrilor mai sus-menționați. UE obligă responsabilii relevanți să asigure o piață secundară activă, indicând în orice moment prețurile de cumpărare și de vânzare, și monitorizează respectarea acestor angajamente.

Determinarea finanțării UE

Împrumuturile UE sunt finanțate exclusiv din fonduri obținute pe piețele de capital, și nu de la alte state membre sau de la buget.

Fondurile obținute sunt în principiu împrumutate țării beneficiare pe o bază „back-to-back”, adică cu aceleași cupoane, scadențe și sume. Acest principiu „back-to-back” impune constrângeri emisiunilor UE; astfel, caracteristicile instrumentelor financiare emise sunt definite de tranzacția de creditare, ceea ce înseamnă că nu este posibil ca scadența sau valoarea finanțării obținute să difere de cele ale împrumutului.

Decizia Consiliului stabilește valoarea globală a programului pentru fiecare țară, plățile și scadența medie maximă a pachetului de împrumuturi. Ulterior, Comisia și țara beneficiară trebuie să convină parametrii împrumutului/finanțării, plățile și tranșele. În plus, toate plățile împrumutului, cu excepția primei plăți, depind de respectarea unor diverse condiții politice similare celor ale programelor FMI, ceea ce constituie un alt factor care influențează calendarul de finanțare. Astfel, calendarul și scadențele emisiunilor depind de activitățile de împrumut conexe ale UE.

Procedura MESF

- (1) Un stat membru care este amenințat de o perturbare economică sau financiară gravă, cauzată de evenimente excepționale aflate în afara controlului său, poate solicita sprijin din partea UE în cadrul MESF.
- (2) Consiliul UE decide printr-un vot cu majoritate calificată, pe baza unei recomandări a Comisiei Europene.
- (3) Statul membru negociază un program de ajustare economică cu Comisia Europeană, în cooperare cu FMI și BCE.

- (4) Statul membru beneficiar negociază cu Comisia Europeană detaliile unui memorandum de înțelegere (MdI) și un acord de împrumut și decide cu privire la implementare.
- (5) După semnarea memorandumului de înțelegere și a acordului de împrumut și depunerea unei solicitări de rambursare de către statul beneficiar, se trece la obținerea de fonduri pe piețele de capital internaționale, iar prima tranșă este eliberată. Următoarele tranșe ale împrumutului sunt eliberate după ce Consiliul UE a evaluat respectarea de către statul membru a condițiilor programului.

2. Fondul european de stabilitate financiară (FESF)

Fondul european de stabilitate financiară (FESF 1.0) a fost creat de statele membre din zona euro în urma unei decizii luate de Consiliul ECOFIN la 9 mai 2010. FESF 1.0 a fost înființat ca o societate de drept luxemburghez. Scopul principal al FESF este să furnizeze asistență financiară statelor membre din zona euro. Ca parte a unui pachet de asistență global în valoare de 750 de miliarde EUR, FESF a primit de la statele membre din zona euro garanții totalizând 440 de miliarde EUR pentru împrumuturi către statele membre din zona euro aflate în dificultate financiară, sub rezerva îndeplinirii condițiilor impuse de UE/FMI în cadrul unui program de ajustare economică.

Capacitate de creditare

În cadrul FESF 1.0, capacitatea de creditare efectivă a FESF este limitată la 255 de miliarde EUR pentru a păstra ratingul AAA al obligațiunilor FESF (a se vedea mai jos).

Rating de credit

FESF 1.0 a obținut ratingul AAA din partea agențiilor de rating de credit. Totuși, conform acordului inițial (FESF 1.0), aceasta s-a făcut cu prețul unei capacități de creditare reduse, deoarece fiecare împrumut FESF trebuie să fie acoperit de i) garanții ale emisiunilor suverane cu rating AAA; ii) o sumă în numerar egală cu partea relevantă din rezerva de lichidități a FESF; și iii) o rezervă tampon de lichidități specifică împrumutului. Ratingul AAA se bazează, în principal, pe următoarele patru elemente:

- (1) *Mecanism de garantare:* Acordul de garantare dintre statele membre din zona euro le obligă pe acestea să emită o garanție irevocabilă și necondiționată pentru plățile dobânzii și ale principalului care trebuie efectuate pentru instrumentele de finanțare emise de FESF. În plus, garanția acoperă până la 120 % din partea fiecărui stat membru din zona euro din obligațiile FESF (principal și dobânzi), care este totuși plafonată de respectivele angajamente de garantare, după cum se prevede în anexa 1 a acordului-cadru privind FESF. Orice posibil deficit rezultat din aplicarea acestui plafon ar fi acoperit de rezervele de lichidități și de rezerva tampon de lichidități.
- (2) *Rezervă de lichidități:* Din fondurile distribuite unui împrumutător se deduce comisionul de serviciu inițial, care este calculat ca 50 de puncte de bază la valoarea agregată a principalului fiecărui împrumut și la valoarea actualizată netă a marjei de rată a dobânzii care s-ar obține pentru fiecare împrumut la rata contractuală până la data de scadență planificată.
- (3) *Rezervă tampon de lichidități specifică împrumutului:* De fiecare dată când se acordă un împrumut unui stat membru, FESF trebuie să constituie o rezervă tampon de lichidități specifică împrumutului, a cărei dimensiune să permită ca fiecare împrumut

FESF să fie acoperit integral de garanții AAA și o cantitate de lichidități egală cu partea relevantă din rezerva de lichidități FESF, plus respectiva rezervă tampon de lichidități specifică împrumutului.

- (4) *Sprijin suplimentar potențial*: În virtutea acordului-cadru privind FESF, dimensiunea programului FESF poate fi modificată prin acordul unanim al garanților. Totuși, capacitatea FESF nu poate crește nelimitat, deoarece aceasta ar putea deteriora poziția creditului emisiunilor suverane cu rating AAA care acționează ca garanții. În cazul în care una dintre acestea își pierde ratingul AAA, capacitatea FESF ar scădea cu o valoare echivalentă cu garanțiile furnizate de respectiva țară.

Obligațiunile emise de FESF beneficiază de o ponderare la risc zero și sunt eligibile pentru operațiuni „repo” ale BCE. Ratingul de credit al FESF ar putea fi afectat negativ de o eventuală deteriorare a bonității statelor membre din zona euro, în special garanți cu rating AAA. Dat fiind că FESF beneficiază de garanții individuale, scăderea ratingului AAA pentru o singură emisiune suverană care acționează ca garanție ar atrage scăderea ratingului AAA al FESF, dacă nu au loc alte îmbunătățiri ale creditului.

Condiționalitate

Orice asistență financiară din partea FESF este legată de existența unui program de ajustare economică, inclusiv condiții de politică stricte, după cum se prevede într-un memorandum de înțelegere (Mdl). Comisia negociază memorandumul de înțelegere cu țara beneficiară, în colaborare cu BCE și FMI.

Luarea deciziilor

Deciziile privind acordarea de fonduri în cadrul FESF sunt luate cu unanimitate.

3. Fondul european de stabilitate financiară (FESF 2.0)

Acordul-cadru privind FESF a fost modificat pentru a pune la dispoziție întreaga capacitate de creditare de 440 de miliarde EUR.

Capacitate de creditare

În cadrul FESF 2,0, capacitatea de creditare efectivă a FESF este limitată la 440 de miliarde EUR pentru a păstra ratingul AAA al obligațiunilor FESF (a se vedea mai jos).

Rating de credit

FESF 2.0 a primit ratingul AAA din partea agențiilor de rating de credit. Pentru a crește capacitatea de creditare efectivă a FESF până la un maximum de 440 de miliarde EUR, acordul-cadru privind FESF a fost revizuit pentru a crește garanțiile care decurg din emisiuni suverane cu rating AAA la 440 de miliarde EUR. Astfel, ratingul AAA se bazează în esență pe un singur element, mecanismul de garantare.

Acest acord de garantare dintre statele membre din zona euro le obligă pe acestea să emită o garanție irevocabilă și necondiționată pentru plățile dobânzii și ale principalului care trebuie efectuate pentru instrumentele de finanțare emise de FESF. În plus, garanția acoperă până la 165 % din partea fiecărui stat membru din zona euro din obligațiile FESF (principal și dobânzi), care este totuși plafonată de respectivele angajamente de garantare, după cum se prevede în anexa 1 a acordului-cadru privind FESF. Obligațiunile emise de FESF beneficiază de o ponderare la risc zero și sunt eligibile pentru operațiuni „repo” ale BCE.

Ratingul de credit al FESF ar putea fi afectat negativ de o eventuală deteriorare a bonității oricărui stat membru din zona euro, în special al oricărui garant cu rating AAA. Dat fiind că FESF beneficiază de garanții individuale, scăderea ratingului AAA pentru o singură emisiune suverană care acționează ca garanție ar atrage scăderea ratingului AAA al FESF, dacă nu au loc alte îmbunătățiri ale creditului.

Condiționalitate

Orice asistență financiară din partea FESF este legată de condiții de politică stricte, după cum se prevede într-un memorandum de înțelegere (MdI). Comisia negociază memorandumul de înțelegere cu țara beneficiară, în colaborare cu BCE și FMI. Pe lângă împrumuturile acordate în cadrul unui program de ajustare macroeconomică, FESF poate de asemenea acorda linii de credit, efectua operațiuni pe piețele primare și secundare de obligațiuni și acorda împrumuturi în afara programelor de recapitalizare a instituțiilor financiare.

Luarea deciziilor

Deciziile privind acordarea de fonduri în cadrul FESF sunt luate cu unanimitate.

4. Mecanismul european de stabilitate (MES)

Pe 24 și 25 martie 2011, șefii de stat și de guvern din UE au aprobat crearea MES ca mecanism permanent de administrare a crizelor, menit să apere euro și stabilitatea financiară a Europei. MES va fi cea mai mare instituție financiară internațională din lume, cu un capital de 700 de miliarde EUR, din care se vor vărsa 80 de miliarde EUR. Intrarea în vigoare a MES era inițial prevăzută pentru iulie 2013, însă este de așteptat să fie devansată pentru mijlocul anului 2012.

5. Obligațiuni comune ale landurilor germane

Un segment special al pieței obligațiunilor landurile germane (state) este format din așa-numitele obligațiuni Jumbo. Acestea sunt obligațiuni emise de un grup de landuri germane. Până în prezent, au fost emise 38 de obligațiuni Jumbo de către grupuri formate din cinci până la șapte landuri, cu excepția unei emisiuni deosebit de mari de obligațiuni Jumbo, din 1997, la care au luat parte zece landuri. Până acum, toate obligațiunile Jumbo au fost concepute ca obligațiuni clasice, iar valoarea medie a emisiunii depășește cu puțin 1 miliard EUR, de peste șapte ori valoarea emisiunii unui land mediu. Participanții la programul Jumbo sunt, în cea mai mare parte, landuri mici ca suprafață sau populație. Obligațiunile Jumbo sunt mai lichide decât obligațiunile tipice ale landurilor, ceea ce le permite respectivelor trezorerii să economisească o parte din prima de risc de lichiditate în comparație cu o emisiune de obligațiuni relativ mică a unui emitent unic. Din punctul de vedere al investitorilor, o obligațiune Jumbo constituie o obligațiune structurată compusă din creanțe separate asupra landurilor participante, în funcție de cota lor în cadrul emisiunii comune. În consecință, landurile sunt răspunzătoare în solidar, dar nu și individual pentru emisiune.

Caracteristicile obligațiunilor

- Frecvența emisiunii: de obicei, 2-3 emisiuni pe an
- Scadențe: 5-10 ani
- Volum: 1-1,5 miliarde EUR

- un land coordonează emisiunea și acționează în calitate de agent plătitor.

Rating de credit

Emisiunile sunt cotate de Fitch cu un rating AAA. Contextul este că Fitch a acordat până de curând ratinguri AAA pentru toate landurile germane datorită Länderfinanzausgleich (acesta este un proces de egalizare, care constituie un mecanism de solidaritate și de garantare implicită între landuri și, în cele din urmă, statul federal). Acest fapt explică, de asemenea, ratingurile adesea divergente acordate de Fitch în comparație cu alte agenții. Trebuie reținut faptul că, în prezent, Fitch nu mai acordă ratinguri pentru toate landurile germane.

Conform Fitch, ratingul AAA reflectă bonitatea individuală a tuturor celor șapte state federale germane implicate în emisiunea comună. Acesta se bazează pe mecanismele puternice de sprijin care se aplică tuturor membrilor federației germane și pe facilitățile extinse de lichiditate de care acestea beneficiază, care asigură plata la timp și conferă landurilor o bonitate egală cu cea a Republicii Federale Germania. Fitch menționează că mecanismele de sprijin se aplică în mod uniform tuturor membrilor federației germane: atât guvernului federal (Bund), cât și celor 16 state federale. Diferențele dintre performanțele financiare și economice ale statelor federale sunt irelevante, deoarece toate landurile au dreptul, în egală măsură, să primească susținere financiară din partea guvernului federal în caz de dificultăți financiare. Obligațiunile comune emise de landurile germane beneficiază de o ponderare la risc zero și sunt eligibile pentru operațiuni „repo” ale BCE.

Anexa 4: Documentație și convenții ale pieței

După cum se menționează în secțiunea 4, introducerea obligațiunilor de stabilitate ar necesita să se definească diverse caracteristici ale garanțiilor și să se stabilească convenții ale pieței. Acestea ar putea include:

- Jurisdicția pentru emisiunea de obligațiuni de stabilitate: Obligațiunile FESF și UE/MESF sunt emise în temeiul dreptului englez, dar în acest caz se poate întâmpina o rezistență la nivel politic.
- Structura scadențelor titlurilor de valoare: Strategia de finanțare a obligațiunilor de stabilitate trebuie stabilită astfel încât i) să se creeze o emisiune de referință și o curbă a randamentului, și ii) să se optimizeze costurile de finanțare, deoarece emisiunea este mai costisitoare pentru anumite segmente din curba randamentului decât pentru altele. Emisiunea de titluri pe termen scurt (bonuri de tezaur), pe lângă scadențele mai lungi, ar îmbunătăți flexibilitatea trezoreriei și ar ameliora semnificativ accesul la finanțare.
- Tipurile de cupoane (fixe, variabile, zero, în funcție de inflație): Pentru început și în vederea facilitării dezvoltării statutul de referință, poate fi de preferat să se pună accent pe structurile de titluri obișnuite. Acest lucru ar favoriza, de asemenea, dezvoltarea de instrumente derivate conexe, în special contracte futures și opțiuni.
- Bursa pe care ar urma să fie cotate titlurile de valoare: Obligațiunile FESF și UE/MESF sunt cotate în prezent la bursa din Luxemburg. Pentru obligațiunile de stabilitate, cotarea la o singură bursă poate fi insuficientă, deși cotarea la mai multe burse ar implica costuri suplimentare.
- Convenții de decontare: Aceste convenții trebuie stabilite în vederea sprijinirii atractivității instrumentelor, și anume pentru titlurile pe termen scurt cu $t + 1$ (pentru facilitarea obiectivelor trezoreriei pe termen scurt) și pentru titlurile de valoare pe termen lung cu $t + 3$ (pentru a minimiza riscul de nedecontare).
- Strategia de creare și menținere a unei baze de investitori: Trebuie stabilite relații cu potențialii investitori și ar putea fi necesare decizii referitoare la necesitatea creării unui grup de operatori principali, la modul în care va fi integrat sectorul de retail etc.
- Introducerea unor clauze de acțiune colectivă, pentru a permite o procedură organizată de soluționare a oricăror probleme viitoare de solvabilitate.

Referinte

Assmann, Ch. și J. Boysen-Hogrefe (2011), Determinants of government bond spreads in the euro area: in good times as in bad, Institut für Weltwirtschaft Kiel, forthcoming in *Empirica*.

Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, A proposal to restore euro area stability, 18 august 2011

BBVA (2011), A unified sovereign debt issuance procedure in the Euro area with a Basket Bond, Global Public Finance – Policy report No. 1

Becker, W., The Creation of a Common European Government Bond, Arguments Against and Alternatives, *Cahier Comte Boël*, No. 14, ELEC, aprilie 2010

Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Discurs ținut la Fundația Elenă pentru Politică Europeană și Externă, Poros, 8 iulie 2011, <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html>

Boonstra, W.W. (2010), The Creation of a Common European Bond Market, *Cahier Comte Boël*, No. 14, ELEC, aprilie 2010.

Carstensen, K.(2011), Eurobonds, Ausweg aus der Schuldenkrise?, Ifo Institute, http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr-PDFs/PK_20110817_Eurobonds_PPT.pdf

De Grauwe, P. și W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, mai/iunie 2009, pp.132 – 135.

Delpla, J. și von Weizsäcker, J. (2010), The Blue Bond Proposal, *Breugel Policy Briefs 420*, Bruegel, Bruxelles 2010

Dübel, H-J. (2011), Partial sovereign bond insurance by the eurozone: A more efficient alternative to blue (Euro-)bonds, CEPS Policy Brief No. 252

EPDA/SIFMA (2009), Towards a Common European T-bill Briefing Note, martie 2009

Eijffinger, S.C.W. (2011), Eurobonds – Concepts and Implications, *Briefing Note* to the European Parliament, martie 2011

Favero, C.A. și A. Missale (2010), EU Public Debt Management and Eurobonds, Chapter 4 in *Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform*, Parlamentul European, Bruxelles

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2011) Gemeinschaftsanleihen: Eurobonds erhöhen Zinslast um Milliarden, by Philip Plickert, 19 iulie 2011, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/gemeinschaftsanleihen-eurobonds-erhoehen-zinslast-um-milliarden-11115183.html#Drucken>

Giovannini Group (2000), Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

Issing, O. (2009), Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea, White Paper No. 3, Center for Financial Studies, Frankfurt 2009

Jones, E. (2010), A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard, ISPI Policy Brief, No 180, martie 2010

Jones, E. (2011), Framing the Eurobond, ISPI Commentary, 1 septembrie 2011

J.P. Morgan (2011), Designing and pricing the gold-plated Stability Bond, Global Fixed Income Markets Weekly, 26 august 2011

Monti, M. (2010) A new strategy for the Single Market, At the service of Europe's Economy and society, Raport adresat președintelui Comisiei Europene, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf

NATIXIS (2011), What bonus/penalty system for the Stability Bond? Flash Economics No 613, 22 August 2011

Prodi, Romano și Alberto Quadrio Curzio (2011), EuroUnionBond ecco ci che va fatto, Il Sole 24 hore, 23 august 2011

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Jahresgutachten 2011/12

Schäuble, W. (2010), Schäuble on Eurobonds and fiscal union, interview with Querentin Peel, Financial Times, 5 decembrie 2010, <http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union>

Juncker, J.C. și G. Tremonti (2010), Stability Bonds would end the crisis, *The Financial Times*, 5 decembrie 2010