



EUROPESE COMMISSIE

Brussel, 23.11.2011
COM(2011) 818 definitief

GROENBOEK

over de haalbaarheid van de invoering van stabiliteitsobligaties

GROENBOEK

over de haalbaarheid van de invoering van stabiliteitsobligaties

1. STABILITEITSOBLIGATIES: WAAROM EN ONDER WELKE VOORWAARDEN¹

1.1. Achtergrond

Met het voorliggende groenboek wordt een brede openbare raadpleging gelanceerd over het concept van stabiliteitsobligaties. Op basis van de reacties van alle belanghebbenden en betrokken partijen, zoals de lidstaten, de actoren op de financiële markt, de brancheorganisaties voor de financiële markt, en de academici in de EU en daarbuiten zal de Commissie bepalen welke vervolgstappen in dit verband wenselijk zijn.

In het stuk worden de haalbaarheid van de gemeenschappelijke emissie van staatsobligaties (hierna "gemeenschappelijke emissie" genoemd) door de lidstaten van het eurogebied, alsmede de voorwaarden waaraan zou moeten worden voldaan, in kaart gebracht². De lidstaten geven in het eurogebied thans op gedecentraliseerde basis staatsobligaties uit. Daarvoor worden uiteenlopende procedures gehanteerd. De invoering van gemeenschappelijk uitgegeven stabiliteitsobligaties zou leiden tot een pooling van overheidsemissies van de lidstaten en tot het delen van de daarbij behorende ontvangstenstromen en kosten van de schuldendienst. Daardoor zou de structuur van de markt voor staatsobligaties in het eurogebied, die het grootste segment in de financiële markt van het eurogebied als geheel vormt (zie bijlage 1 voor nadere informatie over de markten voor staatsobligaties in het eurogebied), een ingrijpende wijziging ondergaan.

De lidstaten hebben zich eind jaren negentig voor het eerst gebogen over het concept van een gemeenschappelijke emissie, naar aanleiding van de publicatie van de Giovannini-Groep (die de Commissie van advies diende over kapitaalmarktontwikkelingen welke verband hielden met de euro) over een aantal opties voor de coördinatie van de emissie van staatsleningen in het eurogebied³. In september 2008 leefde de belangstelling van de marktdeelnemers voor een gemeenschappelijke emissie weer op. Aanleiding was ditmaal de publicatie door de European Primary Dealers Association (EPDA) van een discussiestuk met de titel "A Common European Government Bond"⁴. In dit stuk wordt opnieuw gewezen op het sterk versnipperde karakter van de markt voor staatsobligaties in het eurogebied bijna 10 jaar na de invoering van de euro en wordt ingegaan op de voor- en nadelen van een

¹ In de openbare discussie en literatuur wordt gewoonlijk gesproken over "euro-obligaties". De Commissie is van mening dat zo'n instrument vooral zou leiden tot meer financiële stabiliteit in het eurogebied. Daarom wordt in dit groenboek, evenals in de State of the Union van 28 september 2011 van voorzitter Barroso, de term "stabiliteitsobligatie" gebruikt.

² In principe kan de gemeenschappelijke uitgifte worden uitgebreid naar niet-eurolidstaten, maar dit brengt wel een wisselkoersrisico mee. Omdat de verplichtingen van diverse niet-eurolidstaten al voor een groot deel in euro luiden, zou dit geen belangrijke belemmering mogen vormen. Alle EU-lidstaten zouden er belang bij kunnen hebben om zich aan te sluiten bij de stabiliteitsobligatie, met name wanneer hun financieringskosten daardoor zouden kunnen worden teruggedrongen en veiliggesteld en de economie daardoor gunstig wordt beïnvloed via de interne markt. Vanuit het oogpunt van de stabiliteitsobligatie geldt dat hoe hoger het aantal deelnemende landen is, des te positiever de gevolgen waarschijnlijk zullen zijn, hetgeen met name komt door de grotere liquiditeit.

³ Giovannini-Groep: Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area (11/2000): http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf

⁴ Zie daarvoor: <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436>

gemeenschappelijke emissie. In 2009 zijn de diensten van de Commissie in het EMU@10-verslag wederom ingegaan op de deze kwestie.

Door de verheviging van de staatsschuldcrisis in het eurogebied is een breder debat over de haalbaarheid van een gemeenschappelijke emissie op gang gekomen⁵. Een groot aantal politici, marktanalisten en academici hebben gepleit voor een gemeenschappelijke emissie die gezien wordt als een potentieel krachtig instrument om de liquiditeitskrapte in diverse eurolanden het hoofd te bieden. Vervolgens heeft het Europees Parlement de Commissie in het kader van de vaststelling van het wetgevingspakket voor de economische governance in het eurogebied verzocht te kijken naar de haalbaarheid van een gemeenschappelijke emissie, waarbij werd onderstreept dat een gemeenschappelijke emissie van stabiliteitsobligaties ook verdere stappen in de richting van een gemeenschappelijk economisch en begrotingsbeleid noodzakelijk zou maken⁶.

Terwijl de gemeenschappelijke emissie in het verleden doorgaans als een langeretermijnmogelijkheid werd gezien, is in de recentere discussie de nadruk komen te liggen op de mogelijke kortetermijnvoordelen ervan in de vorm van een verlichting van de spanning op de markt voor staatsschulden. In dit verband zouden stabiliteitsobligaties niet aan het einde van een proces van economische en budgettaire convergentie, maar parallel aan een verdere convergentie worden ingevoerd en zou de invoering ervan de opzet en implementatie van het nodige kader voor een dergelijke convergentie bevorderen. Zo'n parallelle aanpak zou dus een onmiddellijke en vastberaden stap voorwaarts in het proces van economische, financiële en politieke integratie in het eurogebied vereisen.

De stabiliteitsobligatie zou afwijken van de bestaande gezamenlijk uitgegeven instrumenten. Stabiliteitsobligaties zouden als instrument bedoeld zijn voor de dagelijkse financiering van de overheden in het eurogebied door middel van een gemeenschappelijke emissie. In dit opzicht moeten ze worden onderscheiden van andere gezamenlijk uitgegeven obligaties in de Europese Unie en het eurogebied, zoals een emissie voor de financiering van externe bijstand aan lidstaten en derde landen⁷. Bijgevolg zou de omvang van de emissie van

⁵ Zie bijlage 2 voor een overzicht van de inbreng van de diverse partijen in dit debat.

⁶ Resolutie van het Europees Parlement van 6 juli 2011 over de financiële, economische en sociale crisis: aanbevelingen voor te nemen maatregelen en initiatieven (2010/2242(INI)): " ...13. [Het Europees Parlement] dringt bij de Commissie aan op een onderzoek naar de eventuele instelling van een systeem van euro-obligaties, zodat de voorwaarden kunnen worden bepaald waaronder een dergelijk stelsel alle deelnemende lidstaten en de eurozone als geheel tot voordeel zou strekken; wijst erop dat euro-obligaties als een werkbaar alternatief zouden kunnen fungeren voor de US-dollarobligatiemarkt, en dat zij de integratie van de Europese staatsobligatiemarkten ten goede zouden kunnen komen, zouden kunnen leiden tot lagere financieringskosten, verbetering van de liquiditeit en de begrotingsdiscipline en strijtere naleving van het stabiliteits- en groeipact (SGP), bevordering van gecoördineerde structuurhervormingen en stabilisatie van de kapitaalmarkten, hetgeen ook positief zou uitpakken voor het concept van de euro als mondiale „veilige haven”; wijst er eens te meer op dat de gemeenschappelijke uitgifte van euro-obligaties een verdere stap in de richting van een gemeenschappelijk economisch en begrotingsbeleid vereist; 14. onderstreept daarom dat, indien besloten wordt tot uitgifte van euro-obligaties, er een schuldquotelimit van 60% van het bbp moet worden gehanteerd voor bij wijze van bevoorrechte staatsschuld onder gezamenlijke en individuele aansprakelijkheid uit te geven schuldpapier en dat daaraan stimulansen moeten worden verbonden om de staatsschuld tot dat niveau terug te brengen; stelt zich op het standpunt dat de overkoepelende doelstelling van euro-obligaties erin moet bestaan de staatsschuld terug te dringen, perverse prikkels tegen te gaan en speculatie tegen de euro te voorkomen; merkt op dat de vaststelling en implementatie van meetbare schuldreductieprogramma's als voorwaarde zouden moeten gelden om tot dergelijke euro-obligaties toegang te kunnen krijgen;".

⁷ Zoals obligaties die de Commissie heeft uitgegeven in het kader van de betalingsbalansfaciliteit/het EFSM, en obligaties die door de EFSF zijn uitgegeven, of emissies voor de financiering van

stabiliteitsobligaties veel groter zijn en meer continuïteit vertonen dan die van de bestaande vormen van nationale of gezamenlijke emissies.

De emissie van stabiliteitsobligaties kan worden gecentraliseerd in één agentschap of gedecentraliseerd blijven op nationaal niveau, met een strakke coördinatie tussen de lidstaten. In de aan stabiliteitsobligaties gekoppelde verdeling van de ontvangstenstromen en schuldendienstkosten, zouden de emissieaandelen van de lidstaten tot uiting komen. Afhankelijk van de gekozen aanpak voor de emissie van stabiliteitsobligaties kunnen de lidstaten hoofdelijke aansprakelijkheid voor een deel of het geheel van de eraan verbonden schuldendienstkosten accepteren, hetgeen een overeenkomstige pooling van het kredietrisico impliceert.

Talrijke implicaties van stabiliteitsobligaties overstijgen het technische domein ruimschoots en hangen samen met vraagstukken inzake de nationale soevereiniteit en het proces van economische en politieke integratie. Deze behelzen ook een versterking van de economische beleidscoördinatie en governance en van de economische convergentie, en in een paar opties de noodzaak tot wijziging van het Verdrag. Hoe meer het kredietrisico van de overheden wordt gepoold, des te geringer is de marktvolatiliteit, maar ook de tucht die de markt kan uitoefenen op individuele overheden. Daarom moet budgettaire stabiliteit sterker gaan berusten op discipline die door politieke processen tot stand komt. Evenzo gaat een aantal voorwaarden voor het welslagen van stabiliteitsobligaties, zoals een hoge mate van politieke stabiliteit en voorspelbaarheid of de omvang van de door de monetaire autoriteiten te verlenen steun, veel verder dan het meer technische domein.

Stabiliteitsobligaties, in welke vorm dan ook, moeten vergezeld gaan van een substantieel versterkt toezicht en een substantieel versterkte beleidscoördinatie als essentiële tegenhanger, teneinde moral hazard te voorkomen en houdbare overheidsfinanciën te waarborgen en teneinde het concurrentievermogen te ondersteunen en schadelijke macro-economische onevenwichtigheden terug te dringen.

Dit zou noodzakelijkerwijs gevolgen hebben voor de budgettaire soevereiniteit, hetgeen vraagt om een diepgaande discussie in de eurolidstaten.

Aangezien over dergelijke vraagstukken goed moet worden nagedacht, is de Commissie gekomen met dit document, dat een noodzakelijk proces van politieke discussie en openbare raadpleging over de haalbaarheid van en de voorwaarden voor de invoering van stabiliteitsobligaties op gang moet brengen.

1.2. Stabiliteitsobligaties: motivering

De discussie over gemeenschappelijke emissies heeft sinds de lancering van de euro een aanzienlijke ontwikkeling doorgemaakt. Oorspronkelijk werden de voordelen in de vorm van een versterkte marktefficiëntie dankzij de vergrote liquiditeit op de markt voor staatsobligaties in het eurogebied als voornaamste argument voor een gemeenschappelijke emissie aangevoerd. Meer recentelijk is het accent in de discussie vanwege de huidige staatsschuldcrisis verschoven naar stabiliteitsaspecten. Als voornaamste voordelen van een gemeenschappelijke emissie kunnen worden aangemerkt:

1.2.1. Aanpak van de huidige crisis en voorkoming van toekomstige staatsschuldcrises

Het vooruitzicht op stabiliteitsobligaties kan mogelijk leiden tot een verlichting van de huidige staatsschuldcrisis, aangezien de lidstaten die een hoog rendement moeten

grootschalige infrastructuurprojecten met een multinationale dimensie (bijv. projectobligaties die de Commissie kan uitgeven). De diverse soorten gezamenlijke emissies en andere instrumenten die gelijkenissen vertonen met stabiliteitsobligaties, worden besproken in bijlage 3.

bieden, kunnen profiteren van de grotere kredietwaardigheid van de lidstaten die een laag rendement bieden. Hoewel de invoering van stabiliteitsobligaties enige tijd in beslag kan nemen (zie hoofdstuk 2), kan voorafgaande overeenstemming over een gemeenschappelijke emissie op zich al effect sorteren op de marktverwachtingen en daarmee leiden tot lagere gemiddelde en marginale financieringskosten voor de lidstaten die hun financiering momenteel moeilijk rond krijgen. Er kan echter alleen sprake zijn van een duurzaam effect als een routekaart naar gemeenschappelijke obligaties vergezeld gaat van parallelle afspraken om te komen tot een krachtigere economische governance die zou waarborgen dat de noodzakelijke budgettaire en structurele aanpassingen worden doorgevoerd die de houdbaarheid van de overheidsfinanciën waarborgen.

1.2.2. Vergroting van de financiële stabiliteit in het eurogebied

Stabiliteitsobligaties zouden het financiële stelsel van het eurogebied veerkrachtiger maken in die zin dat schokken voortaan gemakkelijker kunnen worden opgevangen, en zouden de financiële stabiliteit aldus vergroten. Door stabiliteitsobligaties zouden alle deelnemende lidstaten er zeker zijn van dat zij hun schulden op de markt kunnen herfinancieren, en kan worden voorkomen dat ze vanwege een ongerechtvaardigde risicoaversie en/of vanwege kuddegedrag van beleggers plotseling geen toegang meer hebben tot deze markt. Daarmee zouden stabiliteitsobligaties leiden tot een geringere marktvolatiliteit en tot een beperking of zelfs eliminatie van de noodzaak om kostbare steun te verlenen en kostbare reddingsmaatregelen te treffen ten behoeve van de lidstaten waarvoor de marktfinanciering tijdelijk is weggefallen. Wel hangen de positieve effecten van dergelijke obligaties af van de aanpak van een eventuele verslapping van de begrotingsdiscipline. Op dit aspect wordt nader ingegaan in hoofdstuk 1.3 en in hoofdstuk 3.

Het bankwezen in het eurogebied zou profiteren van de beschikbaarheid van stabiliteitsobligaties. Banken houden doorgaans grote bedragen aan staatsobligaties aan omdat het om een liquide belegging met een laag risico en een geringe liquiditeit gaat. Staatsobligaties dienen ook als een liquiditeitsbuffer omdat ze tegen betrekkelijk stabiele prijzen kunnen worden verkocht en bij herfinancieringsoperaties als zekerheid kunnen worden gebruikt. Banken houden echter met name staatsobligaties van de thuismarkt aan. Daardoor ontstaat er een belangrijke koppeling tussen hun balans en de balans van de binnenlandse overheid. Als de begrotingssituatie van de binnenlandse overheid vervolgens sterk verslechtert, dan is het onvermijdelijk dat ook de kwaliteit van de voor het bankwezen beschikbare zekerheid wordt aangetast en de banken daardoor zowel op de interbancaire markt als bij de toegang tot de faciliteiten van het Eurosysteem bloot komen te staan aan een herfinancieringsrisico. Stabiliteitsobligaties zouden dan voor alle banken in het eurogebied een bron van solidere zekerheden vormen. Daardoor zouden ze minder kwetsbaar worden voor een verslechtering van de kredietrating van individuele lidstaten. Ook andere institutionele beleggers (zoals levensverzekeringsondernemingen en pensioenfondsen), die naar verhouding veel binnenlandse stabiliteitsobligaties aanhouden, zouden profiteren van het solidere en homogener karakter van de stabiliteitsobligatie als vermogensbestanddeel in hun portefeuille.

1.2.3. Betere transmissie van monetair beleid

Staatsobligaties zouden de transmissie van monetair beleid bevorderen. De staatsschuldcrisis heeft het transmissiekanaal van monetair beleid verzwakt omdat het rendement op staatsobligaties op de zeer volatiele markten inmiddels sterk uiteenloopt. In een aantal extreme gevallen is de werking van de markten als zodanig verslechterd en heeft de ECB ingegrepen via het Programma voor de effectenmarkt. Stabiliteitsobligaties zouden een grotere pool van veilige en liquide activa vormen. Daardoor zouden de door de ECB

vastgestelde monetaire voorwaarden via de markt voor staatsobligaties soepeler en consistentener kunnen doorwerken naar de financieringskosten van het bedrijfsleven en huishoudens en uiteindelijk naar de algehele vraag.

1.2.4. Verhoging van de marktefficiëntie

Staatsobligaties zouden de efficiëntie van de markt voor staatsobligaties in het eurogebied en van het bredere financiële stelsel in het eurogebied bevorderen. De emissie van stabiliteitsobligaties zou de mogelijkheid tot de vorming van een grote, zeer liquide markt met één benchmarkrendement bieden, terwijl er nu nog tal van landenspecifieke benchmarks bestaan. De liquiditeit en hoge kredietkwaliteit van de staatsobligatiemarkt zouden leiden tot lage benchmarkrendementen, omdat het kredietrisico en de liquiditeitspremies navenant laag uitvallen (zie kader 1). Een enkele reeks "risicovrije" benchmarkrendementen voor stabiliteitsobligaties over het gehele looptijdsspectrum zou leiden tot een verbreding van de obligatiemarkt en zou emissies van andere emittenten dan de centrale overheid, zoals corporaties, gemeenten en financiële ondernemingen, bevorderen. De beschikbaarheid van een liquide benchmark voor het eurogebied zou ook de werking van tal van markten voor derivaten die in euro luiden, verbeteren. De invoering van stabiliteitsobligaties kan een verdere katalysator in de integratie van de afwikkeling van Europese effecten zijn, parallel aan de geplande invoering van het pan-Europese gemeenschappelijke afwikkelingsplatform van de ECB Target2 Securities (T2S). Langs deze verschillende wegen kan de invoering van stabiliteitsobligaties leiden tot lagere financieringskosten voor zowel de publieke als de particuliere sector in het eurogebied en het groeipotentieel van de economie op langere termijn versterken.

Kader 1: Verwacht rendement van stabiliteitsobligaties – empirische gegevens

De invoering van stabiliteitsobligaties zou de liquiditeit op de staatsobligatiemarkten in het eurogebied moeten verhogen en daarmee de liquiditeitspremies die beleggers impliciet in rekening brengen voor het aanhouden van staatsobligaties, verlagen. Dit kader bevat een kwantificatie van de mogelijke kostenbesparingen die voortvloeien uit een lagere liquiditeitspremie. Een tweede component van het verwachte rendement op stabiliteitsobligaties, namelijk de te verwachten kredietrisicopremie, is controversiëler gebleken. Zowel de liquiditeits- als de kredietpremie voor een stabiliteitsobligatie hangen in doorslaggevende mate af van de opties die gekozen worden voor de opzet en de garantiestructuur van dergelijke obligaties.

In diverse empirische analyses is het rendement van hypothetische gemeenschappelijk uitgegeven obligaties vergeleken met het gemiddelde rendement van bestaande obligaties. Daarin is uitgegaan van het gemiddelde van de ratings van de lidstaten, zonder dat rekening is gehouden met een daling van de liquiditeitspremie en met een verbetering van het kredietrisico dankzij de gemeenschappelijke emissie. Volgens de ramingen van Carstensen (2011) zou het rendement op gemeenschappelijke obligaties volgens een eenvoudige berekening op basis van het gewogen gemiddelde van de rentetarieven van de lidstaten twee procentpunten boven de Duitse tienjarige Bund liggen. In een andere raming (Assman, Boysen-Hogrefe (2011)) kan het rendementsverschil met de Duitse Bunds uitkomen op 0,5 à 0,6 procentpunt. De onderliggende argumentatie is dat budgettaire variabelen de belangrijkste determinanten zijn van spreads tussen staatsobligaties. Budgettair gezien zou het eurogebiedaggregaat vergelijkbaar zijn met Frankrijk. Daarom zou het rendement op gemeenschappelijke obligaties min of meer gelijk zijn aan dat van Franse obligaties. Een analyse van J.P. Morgan (2011) op basis van een soortgelijke aanpak komt uit op een vergelijkbaar resultaat van 0,5 à 0,6 procentpunt. Volgens een op dezelfde uitgangspunten gebaseerde verdere analyse van de Franse bank Natixis (2011) kunnen gemeenschappelijke obligaties zo'n twintig basispunten boven de obligaties die thans een AAA-rating hebben, worden geprijsd. Favero en Missale (2010) stellen dat de VS-rendementen, gecorrigeerd voor de wisselkoerspremie, een goede graadmeter vormen voor de rendementen op gemeenschappelijke obligaties, omdat de obligatiemarkten van het eurogebied met dergelijke obligaties vergelijkbaar zouden worden met de VS-markt wat betreft het kredietrisico en de liquiditeit. Volgens hen bedroeg het rendementsnadeel van Duitse staatsobligaties ten opzichte van Amerikaanse in de jaren vóór de financiële crisis circa 40 basispunten, hetgeen dus de liquiditeitswinst zou zijn bij een emissie van gemeenschappelijke obligaties onder dezelfde voorwaarden als VS-obligaties.

Om een beeld te krijgen van de winst die haalbaar is met de liquiditeitspremie, heeft de Commissie een statistische analyse verricht van elke emissie van staatsobligaties in het eurogebied na 1999. De omvang van de emissie wordt gebruikt als vervangende waarde (aangezien deze de breedst beschikbare indicator is, ook al kan de potentiële premiële liquiditeitswinst daarmee worden onderschat) voor de liquiditeit van een obligatie-emissie, en de coëfficiënt in een regressie bepaalt de winst die met de emissie van obligaties in hogere volumes haalbaar is⁸. Voor de raming van een eerste model zijn gegevens over eurolidstaten met een AAA-rating ("AAA" in de tabel) gebruikt en voor die van een tweede model zijn gegevens over alle beschikbare eurolidstaten ("AA") gebruikt. Het tweede model bevat ook controlevariabelen voor de rating van elke emissie. Het blijkt dat alle coëfficiënten significant zijn op conventionele niveaus en dat 70 à 80 % van de variatie te verklaren is uit de raming.

Tabel: modelramingen en verwachte rendementsverandering wegens lagere liquiditeitspremie

	<i>Historisch gemiddelde 1999-2011</i>			<i>Marktvoorwaarden 2011</i>		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Rendement (%) – modelraming	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Rendementsverandering bij VS-marktomvang	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

Om het liquiditeitspremievoordeel te berekenen, zijn de coëfficiënten uit de modelraming gebruikt voor de simulatie van de mogelijke daling van de rendementen van obligaties die in de gemiddelde VS-emissieomvang en dus niet in het gemiddelde emissievolume van het eurogebied zijn uitgegeven. De VS-emissieomvang dient dus als vervangende waarde voor de mogelijke liquiditeit van een stabiliteitsobligatiemarkt. In een eerste serie berekeningen is het liquiditeitsvoordeel afgeleid van het gemiddelde historische portefeuilerendement sinds 1999. Ter vergelijking zijn dezelfde berekeningen gemaakt op basis van de marktomstandigheden in de zomer van 2011.

⁸ De omvang van de emissies zoals vastgelegd in Dealogic, is gecorrigeerd voor de omvang van min of meer overeenkomstige emissies met een soortgelijke looptijd en afwikkelingsdatum. Om te corrigeren voor verschillen in tijdgebonden marktomstandigheden, zijn er controlevariabelen ingevoerd voor het effect van het renteniveau (de tweejaars swaprente) en de termijnstructuur (het verschil tussen de tienjaars en de tweejaars swaprente) ten tijde van elke emissie.

Uit de tweede regel van de tabel blijkt dat het uit een hoger emissievolume voortvloeiende rendementsvoordeel voor het eurogebied zo'n 10 à 20 basispunten bedraagt, afhankelijk van de verkregen kredietrating, maar ongeacht of wordt uitgegaan van historische dan wel recente marktomstandigheden. Het overeenkomstige rendementsvoordeel komt voor Duitsland uit op zo'n 7 basispunten. De simulaties tonen aan dat het verwachte liquiditeitspremievoordeel vrij gering is en afneemt voor de lidstaten die al de hoogste rating hebben.

De lidstaten met hoogrenderende obligaties zouden zeker profiteren van zowel de pooling van het kredietrisico als de grotere liquiditeit van de gemeenschappelijke obligaties. Daar staat tegenover dat de lidstaten met laagrenderende obligaties mogelijk meer rendement moeten gaan bieden op hun obligaties als een verbetering van het kredietrisico van de huidige emittenten van hoogrenderende obligaties uitblijft. In principe zouden de liquiditeitspremievoordelen via secundaire compensatiebetalingen herverdeeld kunnen worden, maar als de governance niet verbetert, kan de algehele kredietkwaliteit van de schuld van het eurogebied zelfs verslechteren vanwege een zwakkere marktdiscipline, voor zover de huidige lidstaten met laagrenderende obligaties te maken zouden krijgen met hogere financieringskosten.

1.2.5. Versterking van de rol van de euro in het mondiale financiële stelsel

Stabiliteitsobligaties zouden portefeuilebeleggingen in de euro bevorderen en zorgen voor een evenwichtiger mondiaal financieel stelsel. De markt voor VS-schatkistpapier en de totale staatsobligatiemarkt van het eurogebied zijn qua omvang vergelijkbaar, maar de versnippering van emissies in euro heeft tot gevolg dat veel grotere volumes schatkistobligaties beschikbaar zijn dan bij welke individuele nationale emittent dan ook in het eurogebied. Gemiddeld is de emissieomvang van tienjarige VS-staatsobligaties sinds 1999 bijna tweemaal zo groot geweest als de emissieomvang van de Duitse Bund en zelfs nog groter als deze wordt vergeleken met die van enige andere EU-lidstaat. Afgaande op de beschikbare gegevens zijn de handelsvolumes op de markt voor kortlopend VS-schatkistpapier ook een veelvoud van die van overeenkomstige markt in het eurogebied, waar de liquiditeit is verschoven naar het derivatensegment. Een grote liquiditeit is een van de factoren die bijdraagt aan de prominente en bevoorrechte rol van VS-schatkistpapier in het mondiale financiële stelsel (gesteund door de VS-dollar als de enige internationale reservemunt), waardoor institutionele beleggers worden aangetrokken. De grotere emissievolumes en liquidere secundaire markten die door de emissie van stabiliteitsobligaties zouden ontstaan, zouden dus de positie van de euro als internationale reservemunt versterken.

1.3. Stabiliteitsobligaties: de voorwaarden

Hoewel stabiliteitsobligaties substantiële voordelen zouden opleveren op het gebied van financiële stabiliteit en economische efficiëntie, blijft het wel van essentieel belang dat mogelijke nadelen worden aangepakt. Daartoe moet worden voldaan aan een aantal belangrijke economische, juridische en technische voorwaarden. Deze voorwaarden, waaronder mogelijk wijzigingen van het Verdrag en ingrijpende aanpassingen van de institutionele opzet van de EMU en de Europese Unie, worden hieronder nader besproken.

1.3.1. Beperking van de moral hazard

Stabiliteitsobligaties mogen niet leiden tot een verslapping van de begrotingsdiscipline in de eurolidstaten. Een opvallend kenmerk van de periode vanaf de lancering van de euro is de inconsistente marktdiscipline in de deelnemende lidstaten. De sterke convergentie van de rendementen van eurogebiedobligaties in het eerste decennium van de euro is achteraf gezien niet terecht geweest gezien de uiteenlopende prestaties van de lidstaten op begrotingsgebied. Vanaf 2009 heeft er een abrupte correctie plaatsgevonden, die mogelijk iets te ver is doorgeschoten. Ondanks deze inconsistentie bevestigt de recentere ervaring dat de markten

een disciplinerend effect kunnen sorteren op het begrotingsbeleid van de verschillende eurolidstaten. Met bepaalde vormen van stabiliteitsobligaties zou een dergelijke discipline verminderen of zelfs geheel verloren gaan wanneer eurolidstaten het kredietrisico voor een deel van hun staatsschuld of hun gehele staatsschuld zouden poolen. Er bestaat dus kans op een moral hazard. Dat aan een gemeenschappelijke emissie een moral hard is verbonden komt doordat een individueel gebrek aan begrotingsdiscipline ten laste komt van alle deelnemers.

Aangezien de uitgifte van stabiliteitsobligaties de marktdiscipline kan verzwakken, is een ingrijpende wijziging van het kader voor economische governance in het eurogebied vereist. Aanvullende waarborgen voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën zijn dus noodzakelijk. Deze waarborgen moeten niet alleen gericht zijn op de begrotingsdiscipline, maar ook op het economisch concurrentievermogen (zie hoofdstuk 3). Hoewel het nieuwe maatregelenpakket voor de economische governance al een duidelijke waarborg bevat die nog verder moet worden versterkt met nieuwe verordeningen op basis van artikel 136⁹, moeten in het kader van de stabiliteitsobligaties mogelijk nog verdere stappen worden gezet, met name als een pooling van het kredietrisico daar deel van gaat uitmaken. Als stabiliteitsobligaties zouden worden gezien als een middel om zich aan de marktdiscipline te onttrekken, zouden de lidstaten en de beleggers er vraagtekens bij plaatsen en deze mogelijk niet accepteren.

Hoewel een prudent begrotingsbeleid in goede tijden en een snelle correctie wanneer van dat traject wordt afgeweken, de kern vormen van een verantwoorde, op stabiliteit gerichte beleidsvorming, is uit de ervaring gebleken dat bredere macro-economische onevenwichtigheden, waaronder een verlies aan concurrentievermogen, zeer negatief kunnen uitwerken op de overheidsfinanciën. Daarom moet de nauwere beleidscoördinatie die met de invoering van de stabiliteitsobligaties noodzakelijk wordt, ook betrekking hebben op de voorkoming en correctie van schadelijke macro-economische onevenwichtigheden.

Ervoor zorgen dat de kredietkwaliteit hoog is en dat alle lidstaten profijt hebben van stabiliteitsobligaties

Stabiliteitsobligaties moeten een hoge kredietkwaliteit hebben. Alleen dan zullen ze door beleggers worden geaccepteerd. Stabiliteitsobligaties moeten zo worden ontworpen en uitgegeven dat beleggers deze als een zeer veilige belegging zien. Derhalve is het voor de acceptatie en het welslagen van stabiliteitsobligaties van groot belang dat deze een zo hoog mogelijke rating krijgen. Een lage rating kan ongunstige gevolgen hebben voor de prijsstelling ervan (hoger rendement dan anders) en voor de bereidheid van beleggers om emissies in voldoende grote hoeveelheden af te nemen. Dit zou met name het geval zijn als nationale AAA-emissies blijven bestaan en dus naast stabiliteitsobligaties komen te staan en daarmee concurreren. Een hoge kredietkwaliteit is ook nodig voor de vestiging van stabiliteitsobligaties als een internationale benchmark en voor de ontwikkeling en efficiënte werking van de daaraan gerelateerde markten voor futures en opties¹⁰. In dit verband moet de constructie van stabiliteitsobligaties transparant genoeg zijn om beleggers in staat te stellen de

⁹ Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende gemeenschappelijke bepalingen voor het monitoren en beoordelen van ontwerpbegrotingsplannen en voor het garanderen van de correctie van buitensporige tekorten van de lidstaten van het eurogebied, en: voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende de versterking van het economische en budgettaire toezicht op lidstaten die ernstige moeilijkheden ondervinden of dreigen te ondervinden ten aanzien van hun financiële stabiliteit in het eurogebied.

¹⁰ Uit de ervaring met ESFS-obligaties is gebleken dat een rating van de obligatie die hoger is dan de gemiddelde garanties van de deelnemende lidstaten tot stand is gebracht met uiteenlopende hulpmiddelen, zoals kasreserves, verliesabsorberend kapitaal en overgaranties voor de emissieomvang. Hoewel deze elementen in het geval van het EFSF moeilijk te beheren zijn geweest, kunnen ze nuttig blijken voor een versterking van de kredietrating van de stabiliteitsobligatie.

prijs van de onderliggende garanties in te schatten. Anders bestaat er gevaar dat beleggers sceptisch worden over het nieuwe instrument en dat de rendementen aanzienlijk hoger uitvallen dan de huidige rendementen voor de meer kredietwaardige lidstaten.

Voor de acceptatie van stabiliteitsobligaties door alle eurolidstaten is het ook van belang dat een hoge kredietkwaliteit gewaarborgd is. Een belangrijk probleem in dit verband is de vraag hoe de risico's en de winsten over de lidstaten worden verdeeld. In bepaalde vormen kunnen stabiliteitsobligaties ertoe leiden dat de financieringskosten voor lidstaten met een kredietwaardigheid die op dit moment lager dan gemiddeld is, lager gaan uitvallen, terwijl lidstaten met een hoge kredietrating er zelfs netto op achteruit gaan indien het effect van de samenvoeging van het risico sterker is dan de positieve liquiditeitseffecten. Daarom zullen stabiliteitsobligaties in de lidstaten die al een AAA-rating hebben, alleen op steun kunnen rekenen, indien het nieuwe instrument een even hoge kredietkwaliteit krijgt zodat de financieringskosten voor hun schuld niet zullen oplopen. Zoals al eerder aangegeven, hangt dit opnieuw af van de vraag of de moral hazard met succes wordt teruggedrongen. De acceptatie van stabiliteitsobligaties kan verder worden gewaarborgd door een mechanisme waarmee de financieringsvoordelen worden herverdeeld over de lidstaten met een hogere rating en die met een lagere rating (zie kader 2).

De kredietrating van stabiliteitsobligaties hangt in de eerste plaats af van de kredietkwaliteit van de deelnemende lidstaten en de onderliggende garantiestructuur¹¹.

- Met *individuele (niet gezamenlijke) garanties* wordt elke lidstaat op basis van een bepaalde verdeelsleutel¹² aansprakelijk voor zijn deel van de verplichtingen in het kader van de stabiliteitsobligatie. Als de lidstaten gewoon een specifieke rating blijven krijgen, zal een downgrade van een grote lidstaat hoogstwaarschijnlijk resulteren in een overeenkomstige downgrade van de stabiliteitsobligatie, hoewel dit niet noodzakelijkerwijs een weerslag zal hebben op de rating van de andere lidstaten. Onder de huidige omstandigheden met slechts zes AAA-eurolidstaten zal een stabiliteitsobligatie met deze garantiestructuur hoogstwaarschijnlijk geen AAA-kredietrating krijgen en kan deze zelfs gewaardeerd worden met een rating die overeenkomt met die van de laagst gewaardeerde lidstaat, tenzij deze met een kredietversterking wordt gesteund.
- Met *individuele (niet gezamenlijke) garanties versterkt met een hogere rangorde en met zekerheden* blijft elke garanderende lidstaat ook aansprakelijk voor zijn deel van de stabiliteitsobligatie-emissie. Om ervoor te zorgen dat stabiliteitsobligaties altijd worden afgelost, zelfs bij wanbetaling, kunnen de lidstaten een aantal vormen van kredietversterking in overweging nemen. Ten eerste kan een hogere rangorde worden toegekend aan een stabiliteitsobligatie-emissie. Ten tweede kunnen stabiliteitsobligaties deels van een onderpand worden voorzien (bijv. contanten, goud of aandelen van overheidsbedrijven). Ten derde kunnen bepaalde inkomstenstromen worden geormerkt voor de financiering van de schuldendienstkosten van de stabiliteitsobligaties. Daardoor zouden de stabiliteitsobligaties een AAA-rating kunnen krijgen. Wel zullen de ratings voor de nationale obligaties van minder kredietwaardige lidstaten dan waarschijnlijk verhoudingsgewijs verslechteren.
- Met *hoofdelijke (d.w.z. individuele én gezamenlijke) garanties* is elke garanderende lidstaat niet alleen aansprakelijk voor zijn deel van de stabiliteitsobligatie-emissie, maar ook voor

¹¹ In dit hoofdstuk worden de termen *individuele garantie* en *gezamenlijke en individuele garantie* gebruikt in economische zin zodat ze kunnen afwijken van de juridische definities ervan.

¹² Zoals een verdeelsleutel voor de EU-begroting of voor het ECB-kapitaal.

het deel van een andere lidstaat die zijn verplichtingen niet nakomt¹³. Zelfs met deze garantiestructuur kan niet volledig worden uitgesloten dat de rating van de stabiliteitsobligaties onder druk komt te staan, indien een beperkt aantal AAA-lidstaten omvangrijke verplichtingen van andere lidstaten met een lagere rating zouden moeten garanderen. Ook bestaat de kans dat er in een extreme situatie een cascade van ratingverlagingen op gang komt, wanneer bijvoorbeeld een downgrading van een grotere AAA-lidstaat resulteert in een downgrading van de stabiliteitsobligatie, hetgeen weer een weerslag kan hebben op de ratings van de andere deelnemende lidstaten. Daarom is het van essentieel belang dat de begrotingsdiscipline in de deelnemende lidstaten via een kader voor een krachtige economische governance (en mogelijkere wijs een hogere rangorde van stabiliteitsobligaties ten opzichte van nationale obligaties wanneer nationale obligaties zouden blijven bestaan) op passende wijze wordt gewaarborgd.

Kader 2: Mogelijke herverdeling van de financieringsvoordelen over de lidstaten

Het gevaar van moral hazard dat verbonden is aan een stabiliteitsobligatie-emissie met gezamenlijke garanties kan worden ondervangen met een mechanisme waarbij een aantal financieringsvoordelen van een stabiliteitsobligatie-emissie worden herverdeeld over de lidstaten met een hogere rating en die met een lagere rating. Zo'n mechanisme kan de emissie van stabiliteitsobligaties tot een win-win-voorstel maken voor alle eurolidstaten. Dit kan worden aangetoond aan de hand van een eenvoudig voorbeeld met twee lidstaten:

De staatsschuld van beide landen bedraagt 2 miljard euro, maar lidstaat A biedt een rendement van 2% en lidstaat B een rendement van 5% op een nationale emissie met een looptijd van vijf jaar. Met een stabiliteitsobligatie-emissie worden beide lidstaten volledig gefinancierd. De obligaties hebben een looptijd van vijf jaar en een rente van 2%. Van deze emissie krijgen beide lidstaten 50%.

Een deel van het financieringsvoordeel dat lidstaat B dankzij de stabiliteitsobligatie-emissie zou genieten, kan naar lidstaat A gaan. Bijvoorbeeld lidstaat A krijgt een korting van 100 basispunten, die kan worden gefinancierd uit de premie van 300 basispunten voor lidstaat B. Met de stabiliteitsobligatie kan lidstaat A dus tegen een rendement van 1% en lidstaat B tegen een rendement van 3% worden gefinancierd. Beide lidstaten hebben nu in vergelijking met een nationale emissie lagere financieringskosten.

Het spreekt vanzelf dat het mechanisme voor een interne verdeling van de baten van een stabiliteitsemisatie geformuleerd moet worden, maar gekoppeld moet worden aan de relatieve budgettaire resultaten in het kader van het kader voor economische governance in het eurogebied.

1.3.2. Waarborging van de consistentie met het EU-Verdrag

Voor een geslaagde invoering van de stabiliteitsobligatie is het van essentieel belang dat er sprake is van consistentie met het EU-Verdrag. Ten eerste mogen stabiliteitsobligaties niet in strijd zijn met het in het Verdrag vastgelegde verbod op de "redding" van lidstaten. De verenigbaarheid van stabiliteitsobligaties met het huidige Verdragskader hangt af van de specifieke gekozen vorm. In enkele opties kan het nodig zijn om de desbetreffende Verdragsbepalingen te wijzigen. Krachtens artikel 125 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) mag een lidstaat geen verplichtingen van een andere lidstaat overnemen.

¹³ Wel krijgen de deelnemende lidstaten in een dergelijke situatie een vordering op de lidstaat die in gebreke blijft.

De emissie van stabiliteitsobligaties met hoofdelijke garanties zou a priori leiden tot een situatie waarin het verbod op de redding van een lidstaat wordt overtreden. In een dergelijke situatie zou een lidstaat namelijk, ongeacht zijn "gewone" verdeelsleutel, aansprakelijk worden gesteld, mocht een andere lidstaat niet meer in staat zijn om zijn financiële verbintenissen na te komen. In dat geval is dus een wijziging van het Verdrag nodig. Daarvoor kan de vereenvoudigde procedure worden gevolgd, indien een agentschap voor het beheer van de gemeenschappelijke schuld van het eurogebied binnen een intergouvernamenteel kader zou worden opgezet, maar zou hoogstwaarschijnlijk de gewone procedure moeten worden gevolgd, indien zo'n agentschap rechtstreeks onder EU-recht zou worden gebracht, aangezien in dat geval de EU-bevoegdheden zouden worden uitgebreid. Tenzij een specifieke grondslag wordt vastgesteld in het Verdrag, zou voor een op het EU-recht gebaseerde aanpak waarschijnlijk artikel 352 VWEU moeten worden toegepast, hetgeen unanieme goedkeuring van de Raad en instemming van het Europees Parlement impliceert. Voor de emissie van stabiliteitsobligaties en de nauwere economische en budgettaire coördinatie die nodig is voor het welslagen ervan, zullen hoogstwaarschijnlijk ook ingrijpende wijzigingen in het nationaal recht van een aantal lidstaten nodig zijn¹⁴.

Binnen de bestaande Verdragsbepalingen is een emissie van stabiliteitsobligaties met individuele maar zonder gezamenlijke garanties mogelijk. Zo kunnen een substantiële verhoging van het goedgekeurde leningvolume van het ESM (Europees Stabiliteitsmechanisme), alsmede een wijziging van de leenvoorwaarden zodat het de op de markten geleende bedragen weer kan uitlenen aan alle eurolidstaten, zodanig worden opgezet dat dit verenigbaar blijft met artikel 125 VWEU, mits de ESM-verdeelsleutel als zodanig ongewijzigd blijft. Hetzelfde geldt voor emissies van een eventueel agentschap voor het beheer van de gemeenschappelijke schuld, waarvan de verplichtingen strikt beperkt blijven tot het principe van evenredigheid.

Het Verdrag moet ook gewijzigd worden indien het de bedoeling is om het kader voor economische governance te verdiepen. Afhankelijk van de specifieke kenmerken van stabiliteitsobligaties moeten de governance en het toezicht op budgettair en economisch gebied worden versterkt om moral hazard te voorkomen. Voor meer kwalitatieve wijzigingen in de governance die verder gaan dan het pakket voorstellen van 23 november, zal het waarschijnlijk nodig zijn om het Verdrag te wijzigen. In hoofdstuk 3 worden de opties voor een dergelijke versterking van de budgettaire governance nader besproken.

2. OPTIES VOOR DE EMISSIE VAN STABILITEITSOBLIGATIES

Er zijn tal van opties voor de emissie van stabiliteitsobligaties voorgesteld, met name sinds het uitbreken van de schulden crisis in het eurogebied. Deze opties kunnen echter doorgaans in drie brede benaderingen worden ingedeeld, die berusten op de mate van vervanging van nationale emissies (geheel of gedeeltelijk) en op de aard van de onderliggende garantie (hoofdelijk of individueel). Deze drie brede benaderingen zijn¹⁵:

¹⁴ Zo heeft het Duitse constitutionele hof in zijn arrest van 7 september 2011 het Duitse wetgevingsorgaan verboden om een permanent mechanisme op te zetten *waarbij de aansprakelijkheid voor de vrijwillige besluiten van een andere lidstaat zou worden overgenomen, met name wanneer de gevolgen ervan moeilijk zijn te overzien*. Tevens is daarin bepaald dat het parlement ook in een stelsel van intergouvernamentele governance zeggenschap moet behouden over fundamentele besluiten over het begrotingsbeleid.

¹⁵ Een vierde benadering met een volledige vervanging door stabiliteitsobligaties en met individuele, maar zonder gezamenlijke garanties is ook mogelijk, maar wordt niet onderzocht, omdat deze niet duidelijk afwijkt van de bestaande emissieregelingen. Daarnaast zijn hybride gevallen denkbaar, zoals

- (1) de volledige vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligatie-emissies, met hoofdelijke (d.w.z. gezamenlijke en individuele) garanties;
- (2) de gedeeltelijke vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligatie-emissies, met hoofdelijke garanties;
- (3) de gedeeltelijke vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligatie-emissies, met individuele, maar zonder gezamenlijke garanties.

In dit hoofdstuk worden de drie benaderingen getoetst aan de in hoofdstuk 1 genoemde voordelen en voorwaarden.

2.1. Benadering nr. 1: een volledige vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligatie-emissies, met hoofdelijke garanties

In deze benadering vindt de overheidsfinanciering in het eurogebied volledig plaats door emissies van stabiliteitsobligaties en worden nationale emissies stopgezet. De lidstaten kunnen stabiliteitsobligaties op gedecentraliseerde basis via een gecoördineerde procedure uitgeven, maar het zou efficiënter zijn om één agentschap voor de schuld van het eurogebied op te zetten¹⁶. Dit gecentraliseerde agentschap geeft dan op de markt stabiliteitsobligaties uit en verdeelt de opbrengsten onder de lidstaten op basis van hun financieringsbehoeften. Op dezelfde basis zorgt het agentschap voor de schuldendienst van de stabiliteitsobligaties door rente en aflossing bij de lidstaten te innen. De stabiliteitsobligaties worden uitgegeven met hoofdelijke garanties van alle lidstaten van het eurogebied, hetgeen neerkomt op een pooling van hun kredietrisico. Gezien de hoofdelijke aard van de garanties zal de kredietrating van de grotere eurolidstaten een overheersende invloed hebben bij de vaststelling van de rating van de stabiliteitsobligatie, hetgeen zou betekenen dat van een vandaag uitgegeven stabiliteitsobligatie mag worden aangenomen dat deze een hoge kredietrating zal hebben. Niettemin moeten de opzet van de tegengaranties in stabiliteitsobligaties en de implicaties voor de kredietrating en de rendementen aan een nadere analyse worden onderworpen.

In deze benadering worden de voordelen van emissies van stabiliteitsobligaties op de meest effectieve wijze gerealiseerd. Een volledige vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligatie-emissies zou een volledige herfinanciering voor alle lidstaten waarborgen ongeacht de staat waarin hun nationale overheidsfinanciën verkeren. Aldus kan een einde komen aan de ernstige liquiditeitskrapte waarmee een aantal lidstaten thans worstelen, en zal deze voortaan niet meer voorkomen. In deze benadering ontstaat ook een omvangrijke, homogene markt voor stabiliteitsobligaties, die belangrijke voordelen oplevert op het gebied van liquiditeit en de liquiditeitsrisicopremie, welke lager zal uitvallen. De nieuwe stabiliteitsobligaties zouden ook een gemeenschappelijke benchmarkobligatie voor het eurogebied en daarmee een efficiënter referentiekader voor de inschatting van risico's in het gehele financiële stelsel van het eurogebied bieden. Doordat de financiële instellingen in alle lidstaten verzekerd zijn van hoogwaardige overheidsgerelateerde zekerheden, zal een gemeenschappelijke emissie maximaal voordeel opleveren wat betreft de verbetering van de veerkracht van het financiële stelsel in het eurogebied en van de transmissie van het monetaire beleid. In deze benadering vormen stabiliteitsobligaties voor het mondiale financiële stelsel een veilige haven met een omvang en liquiditeit die vergelijkbaar zijn met die van de VS-markt voor schatkistpapier, en versterken ze dus de internationale rol van de euro op de meest effectieve wijze.

individuele garanties op schuldverplichtingen in combinatie met een beperkte gezamenlijke garantie ter dekking van tekorten aan kortlopend papier.

¹⁶ Zie hoofdstuk 4 voor een evaluatie van de voor- en nadelen van een gecentraliseerde en van een gedecentraliseerde emissie.

Tegelijk is het gevaar van moral hazard in deze benadering het grootst. Sommige lidstaten kunnen dan meeliften op de discipline van andere lidstaten, zonder dat dit gevolgen heeft voor hun eigen financieringskosten. Daarom moet deze benadering vergezeld gaan van een uiterst robuust kader dat zorgt voor budgettaire discipline, economisch concurrentievermogen en een terugdringing van macro-economische onevenwichtigheden op nationaal niveau. Zo'n kader vereist een nieuwe grote stap op weg naar economische, financiële en politieke integratie. Deze ambitieuze benadering voor de emissie van stabiliteitsobligaties zal zonder dit kader waarschijnlijk echter niet uitmonden in een resultaat dat acceptabel is voor de lidstaten en beleggers. Gezien de hoofdelijke garanties voor de stabiliteitsobligatie en gezien de vereiste soliditeit van het onderliggende kader voor de begrotingsdiscipline en het economische concurrentievermogen zijn Verdragswijzigingen in deze benadering vrijwel zeker noodzakelijk.

Ook moet in deze benadering de perimeter van het via stabiliteitsobligaties uit te geven schuldpapier worden bepaald. In diverse lidstaten geven niet alleen de centrale overheid, maar ook regionale en gemeentelijke overheden obligaties uit¹⁷. In beginsel kan worden gekozen voor subnationale emissies. Het duidelijke nut daarvan is dat de potentiële voordelen op het gebied van marktstabiliteit, liquiditeit en integratie toenemen. Ook is het verenigbaar met de EU-aanpak voor begrotingstoezicht, die de schuld en tekorten van de gehele overheid omvat. Daar staat tegenover dat de pooling van emissies van alleen de centrale overheden mogelijk een transparantere en veiligere regeling oplevert. Gegevens van centrale overheden zijn immers doorgaans gemakkelijker te verkrijgen dan die van de lokale overheden. Voorts gelden emissies dan alleen voor tekorten waarop centrale overheden volledig invloed kunnen uitoefenen. Zuiver en alleen vanuit marktoogpunt gezien treden dergelijke stabiliteitsobligaties dan alleen in de plaats van de algemeen bekende obligaties van centrale overheden, hetgeen de beoordeling en waardering van de nieuwe stabiliteitsobligaties zou vergemakkelijken¹⁸.

Het faseringsproces in deze benadering kan op verschillende wijzen worden georganiseerd, afhankelijk van het gewenste invoeringstempo. Bij een versnelde invoering vinden nieuwe emissies volledig plaats in de vorm van stabiliteitsobligaties en kunnen uitstaande staatsobligaties worden geconverteerd in nieuwe stabiliteitsobligaties, d.w.z. in de vorm van een omzetting van een bepaald bedrag aan nationale staatsobligaties in ruil voor nieuwe stabiliteitsobligaties. Het grootste voordeel van deze optie is dat vrijwel onmiddellijk een liquide markt met een volledige benchmarkrendementscurve ontstaat. De terugkoop van bestaande obligaties kan ook de huidige acute financieringsproblemen van de lidstaten met een hoge schuld en een hoge rente verlichten. Wel gaat het mogelijk om een gecompliceerde operatie en is een zorgvuldige ijking van de conversiekoers noodzakelijk teneinde de markt zo min mogelijk te verstoren. Het alternatief is een meer geleidelijke regeling, waarbij nieuwe bruto-emissies voor elke lidstaat geheel of zelfs slechts gedeeltelijk in stabiliteitsobligaties plaatsvinden, terwijl de nog uitstaande staatsobligaties van het eurogebied in omloop blijven op de secundaire markt. Daardoor kan de markt gewend raken aan het nieuwe instrument en analytische/prijsstellingsinstrumenten ontwikkelen, waarmee de kans op marktverstoringen afneemt. Wel duurt het in deze variant een aantal jaren (afhankelijk van de looptijd van de nog uitstaande obligaties) om een volledige stabiliteitsobligatiemarkt op te bouwen, en duurt het dus ook langer voordat profijt kan worden getrokken. Het segment aan uitstaande

¹⁷ Bijvoorbeeld in Duitsland en in mindere mate in Spanje en Frankrijk.

¹⁸ Deze nauwe reikwijdte van stabiliteitsobligaties zou inhouden dat de lidstaten zich ertoe moeten verplichten af te zien van de emissie van eigen nationale of andere overheidsobligaties, met inbegrip van hun subfederale entiteiten indien deze worden opgenomen in het systeem van gemeenschappelijke emissies.

obligaties wordt geleidelijk kleiner, aangezien ze worden vervangen door stabiliteitsobligaties en nieuw uitgegeven nationale obligaties. Omdat de algehele liquiditeit van dit segment in de loop der tijd navenant zal teruglopen, kan de liquiditeitspremie op bestaande obligaties geleidelijk gaan stijgen.

Door de noodzaak om het Verdrag te wijzigen, kan de implementatie van deze benadering veel tijd kosten.

2.2. Benadering nr. 2: gedeeltelijke vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligatie-emissies, met hoofdelijke garanties

In deze benadering wordt de stabiliteitsobligatie-emissie geschraagd door hoofdelijke garanties, maar vervangen ze slechts een beperkt deel van de nationale emissies. Voor het deel van de emissie dat niet in stabiliteitsobligaties plaatsvindt, blijven nationale garanties gelden. Deze benadering voor gemeenschappelijke emissie staat bekend onder de naam "blauw-rode benadering"¹⁹. De staatsobligatiemarkt in het eurogebied bestaat dan dus uit twee aparte delen:

- *Stabiliteitsobligaties* (ofwel "blauwe obligaties"): de emissie van stabiliteitsobligaties vindt slechts plaats tot een bepaalde, van tevoren bepaalde hoogte en omvat dus niet noodzakelijkerwijs de volledige financieringsbehoeften van alle lidstaten. Deze obligaties komen in aanmerking voor een hoofdelijke garantie en brengen dus een uniform herfinancieringspercentage voor alle lidstaten mee²⁰.
- *Nationale staatsobligaties* ("rode obligaties"). De overige emissies die nodig zijn voor de financiering van de nationale begrotingen, vinden op nationaal niveau met nationale garanties plaats. Daardoor krijgen nationale obligaties, in elk geval de facto, een lagere rangorde dan stabiliteitsobligaties, omdat stabiliteitsobligaties worden gedekt door hoofdelijke garanties²¹. De omvang van de nationale emissies van elke lidstaat hangt af van de overeengekomen gemeenschappelijke uitgifte van stabiliteitsobligaties, en van zijn algehele herfinancieringsbehoefte. Afhankelijk van de omvang van deze resterende nationale obligatiemarkten en -emissies en van de kredietkwaliteit van een land hebben deze nationale obligaties een landenspecifieke liquiditeit en landenspecifieke kredietkenmerken en dus uiteenlopende marktrendementen, ook omdat het kredietrisico van de overheid voor het grootste deel geconcentreerd is in de nationale obligaties en het kredietrisico dus toeneemt²². De versterkte marktdruk op nationale emissies zorgt voor marktdiscipline.

Een belangrijk probleem is de vraag op basis van welke criteria het emissieaandeel van stabiliteitsobligaties en dat van nationale obligaties moeten worden vastgesteld. De belangrijkste opties zijn:

¹⁹ Zie J. Delpla en J. von Weizsäcker, (2010). Zij stellen op grond van de criteria van Maastricht een schuldplafond van 60% van het bbp voor.

²⁰ Evenals in benadering nr. 1 kunnen stabiliteitsobligatie-emissies worden uitgevoerd op gedecentraliseerde basis, maar zou het efficiënter zijn om deze door een centraal agentschap voor het beheer van de schuld te laten uitvoeren.

²¹ Zo'n achtergestelde status van nationale obligaties kan alleen gelden voor nieuw uitgegeven nationale obligaties, d.w.z. nationale obligaties die zijn uitgegeven na de invoering van stabiliteitsobligaties. Daarentegen moeten de "oude" of "bestaande" nationale obligaties dezelfde status genieten als stabiliteitsobligaties omdat een wijziging van de status ervan in technische zin neerkomt op wanbetaling.

²² Delpla and von Weizsäcker stellen dat rode schuld door het hoge wanbetalingsrisico grotendeels uit het bankwezen moet worden gehouden door deze niet meer in aanmerking te laten komen voor ECB-herfinancieringsoperaties en aan pijnlijke kapitaalvereisten in het bankwezen te onderwerpen.

- *Een systeem dat alleen op vaste regels berust:* Elke lidstaat krijgt dan bijvoorbeeld recht op een bedrag aan stabiliteitsobligaties dat gelijk is aan een bepaald percentage van zijn bbp. Dit percentage kan het in het Verdrag vastgelegde criterium van 60% zijn. Een belangrijke dimensie waarmee rekening moet worden gehouden, is de concentratie van het risico in het nationale deel (met een lagere rangorde), dat afhangt van de omvang van de gemeenschappelijke emissie (hoe hoger het aandeel van de stabiliteitsobligatie-emissies, des te hoger het risico dat verbonden is aan de resterende nationale emissies). Om een buitensporig kredietrisico van de nationale emissies te vermijden zonder dat de liquiditeitsvoordelen van gemeenschappelijke emissies tenietgaan, kan het passend zijn om de bovengrens op een voorzichtiger niveau vast te stellen.
- *Een flexibeler systeem dat berust op de naleving van de beleidsregels:* Het maximumbedrag aan stabiliteitsobligatie-emissies van een lidstaat wordt dan vastgesteld zoals hierboven beschreven, maar de bovengrens kan te eniger tijd worden gekoppeld aan de mate waarin een lidstaat de regels en aanbevelingen op basis van het governancekader voor het eurogebied naleeft. Niet-naleving kan dan worden gesanctioneerd door de bovengrens voor het aangaan van schulden in stabiliteitsobligaties voor de lidstaat in kwestie (eventueel automatisch) te verlagen (zie ook deel 3). Dit systeem dient dan ook als een quasiautomatische stabilisator van de kredietkwaliteit van de stabiliteitsobligaties, aangezien het desbetreffende aandeel van de lidstaten die budgettair onder de maat presteren, wordt verlaagd.

De geloofwaardigheid van de bovengrens voor stabiliteitsobligatie-emissies is in dit verband een belangrijk aandachtspunt. Zodra de toewijzing aan blauwe obligaties is uitgeput, kunnen de financieringskosten voor de lidstaat fors stijgen. Dit kan resulteren in politieke druk om de bovengrens op te trekken. Tenzij er krachtige waarborgen bestaan om een dergelijke druk te weerstaan, kunnen de disciplinerende effecten van de blauw-rode benadering grotendeels tenietgaan omdat ingespeeld wordt op het feit dat de bovengrens "zacht" is. Daarom is het, ongeacht de criteria aan de hand waarvan de bovengrens voor de stabiliteitsobligatie-emissie zal worden bepaald, van essentieel belang dat aan deze bovengrens wordt vastgehouden en dat deze niet op arbitraire basis, dat wil zeggen na politieke druk, wordt aangepast.

Deze benadering voor stabiliteitsobligatie-emissies is minder ambitieus dan de benadering op basis van een volledige emissie, en levert dus minder economische en financiële voordelen op. Aan stabiliteitsobligaties zal een zeer laag kredietrisico verbonden zijn door de hogere rangorde ervan in vergelijking met nationale obligaties en door de garantiestructuur. Dit zal tot uiting komen in hoge kredietratings (bijv. AAA). Het rendement op de stabiliteitsobligaties zal dus vergelijkbaar zijn met de rendementen op de bestaande AAA-staatsobligaties in het eurogebied. Daardoor zullen ze navenante voordelen opleveren voor de financiële stabiliteit, voor de transmissie van het monetaire beleid en voor de internationale rol van de euro, zij het minder dan in de ambitieuzere benadering waarbij nationale emissies volledig worden vervangen door stabiliteitsobligatie-emissies. Aangezien het waarschijnlijk een aantal jaren zal duren voordat de lidstaten hun overeengekomen bovengrens voor de emissie van stabiliteitsobligaties in de opbouwfase bereiken, hebben alle lidstaten in deze opstartperiode via de stabiliteitsobligaties een zeer brede toegang tot de financiële markten. Daarmee zullen zij dus een tijd lang niet te kampen krijgen met mogelijke liquiditeitskraptes, maar tegelijk ontstaat in deze periode dan dezelfde moral hazard als die waarop is gewezen in hoofdstuk 2.1 in het kader van de volledige emissies. Aangezien deze lidstaten op een gegeven moment weer moeten terugkeren naar nationale emissies, namelijk wanneer de bovengrens voor de stabiliteitsobligaties is bereikt, moeten zij de zekerheid bieden dat zij in deze tijd de nodige budgettaire aanpassingen en structurele hervormingen

doorvoeren om beleggers gerust te stellen en aldus ook na de introductieperiode toegang tot de markten te blijven houden. De rendementen op de nieuw uitgegeven nationale obligaties zullen echter stijgen vanwege de lagere rangorde ervan. Naar verwachting zal er, ervan uitgaande dat een redelijk hoog aandeel aan stabiliteitsobligatie-emissie is bereikt, uiteindelijk een liquide markt ontstaan, zij het minder liquide dan wanneer alle emissies in stabiliteitsobligaties zouden plaatsvinden, aangezien de resterende nationale obligaties ook een bepaald marktaandeel zullen behouden.

Daar staat tegenover dat de voorwaarden voor stabiliteitsobligatie-emissies in deze benadering iets minder bindend zullen zijn. Een bovengrens voor stabiliteitsobligatie-emissies zal leiden tot een vermindering van de moral hazard omdat er een zekere marktdiscipline blijft bestaan via de resterende nationale emissies. Er is echter geen sprake van een eenduidige relatie tussen moral hazard, marktdiscipline en besmettingsrisico's bij de bepaling van een passende bovengrens voor stabiliteitsobligaties. Een betrekkelijk lage bovengrens voor stabiliteitsobligaties (met dus een hoog bedrag aan resterende nationale emissies) beperkt de moral hazard, maar de lidstaten met een hoge schuld kunnen dan wel kwetsbaar blijven in die zin dat er wanbetaling op hun nationale emissies kan ontstaan, met alle catastrofale gevolgen van dien. Zo'n catastrofale wanbetaling zou besmettingsgevaaren meebrengen voor het eurogebied als geheel. Een betrekkelijk hoge bovengrens voor stabiliteitsobligaties (met dus een gering bedrag aan resterende nationale emissies) brengt een grotere kans op moral hazard mee, maar sluit een wanbetaling van een lidstaat niet uit, zij het dat deze voor het eurogebied als geheel minder catastrofale gevolgen heeft en tot minder besmettingsgevaar leidt. Een solide kader voor de handhaving van de begrotingsdiscipline en het economisch concurrentievermogen zal nodig blijven ter ondersteuning van stabiliteitsobligatie-emissies, hoewel dankzij de marktdiscipline die voortvloeit uit het feit dat er nationale emissie blijven bestaan, mogelijk een minder dramatische overdracht van soevereiniteit nodig is dan in de benadering van een volledige emissie van stabiliteitsobligaties. Daarnaast wordt de vermoedelijke kredietkwaliteit van de stabiliteitsobligatie ook bepaald door de gekozen bovengrens. Een betrekkelijk lage bovengrens is gunstig voor de kredietkwaliteit van stabiliteitsobligaties omdat het bedrag aan schuld dat onder de krachtigere hoofdelijke garanties valt, lager is²³. Vanwege de hoofdelijke garantie voor de stabiliteitsobligatie is het vrijwel zeker dat het Verdrag moet worden gewijzigd.

Het faseringsproces kan ook in deze benadering op verschillende wijzen worden georganiseerd, afhankelijk van het gewenste invoeringstempo. Bij een versnelde invoering wordt een bepaald percentage aan uitstaande staatsobligaties in het eurogebied op een van tevoren vastgestelde datum aan de hand van van tevoren vastgestelde factoren vervangen door stabiliteitsobligaties. In dat geval zouden al snel een kritische massa aan uitstaande stabiliteitsobligaties en een voldoende liquide markt met een volledige benchmarkrendementscurve tot stand komen. Wel kan een en ander betekenen dat de meeste lidstaten bij de omzetting meteen hun bovengrens bereiken en dat zij zich dan toch met nationale obligaties op de kapitaalmarkt moeten begeven. Onder de huidige marktomstandigheden kan dit voor een aantal lidstaten bezwaarlijk zijn. Bij een geleidelijkere

²³ In het voorstel van Bruegel wordt de bovengrens op 60% van het bbp gesteld. Het criterium van Maastricht is daarbij als referentiepunt gebruikt. Er zijn ook andere voorstellen met nog lagere bovengrenzen. Het argument daarvoor is dat een wanbetalingsrisico op euro-obligaties van praktisch nul gegarandeerd is, wanneer de bovengrens maar laag genoeg is. Een standaardaanname in de taxatie van wanbetalingsrisico's is dat bij wanbetaling 40% van de schuld uiteindelijk toch wordt geïnd. Wordt dit uitgangspunt op de staatsschuld toegepast, dan zou dat betekenen dat als de bovengrens onder deze "inningswaarde" wordt gesteld, de schuldendienst in het kader van de gemeenschappelijke regeling hoe dan ook gewaarborgd is.

invoering zouden alle (of vrijwel alle) nieuwe bruto-emissies voor de lidstaten in stabiliteitsobligaties kunnen plaatsvinden tot de beoogde bovengrens voor de emissie van stabiliteitsobligaties wordt bereikt. Aangezien in deze aanpak een aantal jaren lang alleen (of vrijwel alleen) stabiliteitsobligaties worden uitgegeven, zal de marktdruk afnemen en krijgen kwetsbare lidstaten tijd om hervormingen door te voeren. Wel zullen zich in deze overgangperiode specifieke problemen voordoen, namelijk dat de schuld van landen met hoge schulden doorgaans in een vrij omvangrijke en frequente mate doorrolt. Tenzij andere afspraken worden gemaakt, zal bij de vervanging van hun schuld door stabiliteitsobligaties de bovengrens sneller dan gemiddeld worden bereikt, terwijl dit langer zal duren bij de landen met een schuld die onder de bovengrens ligt. Derhalve zal het individuele risico dat gedekt wordt door een mogelijke hoofdelijke garantie, in de overgangsfase aan de hoge kant zijn, terwijl het liquiditeitseffect, dat de beloning zou moeten zijn voor de AAA-landen, nog gering is. Daarmee moet dus rekening worden gehouden in de governanceregelingen. Als alternatief kunnen van te voren jaarlijkse bovengrenzen worden vastgesteld die langzaam oplopen van nul naar de gewenste langetermijnwaarde.

Vanwege de noodzaak om het Verdrag te wijzigen, kan de implementatie van deze benadering eveneens heel wat tijd vergen. Wel kan het implementatieproces minder ingewikkeld zijn en minder tijd kosten dan in benadering nr. 1, omdat er minder ingrijpende wijzigingen in het economische en budgettaire kader nodig zijn aangezien de markten in dit concept nog gedeeltelijk een signalerende en disciplinerende rol blijven spelen.

Kader 3: Schuldaflossingspact en veilige obligaties

Als concreet voorbeeld van de gedeeltelijke-emissiebenadering kan in dit verband een voorstel van de Duitse Raad van economische wijzen worden genoemd dat betrekking heeft op veilige obligaties. Het voorstel is gedaan in het jaarverslag 2011/2012²⁴ van deze raad en maakt deel uit van een schuldreductiestrategie voor het eurogebied die erop gericht is de overheidsschulden terug te dringen tot onder de in het Verdrag van Maastricht vastgelegde bovengrens van 60%.

Een van de pijlers van de strategie is een zogeheten schuldaflossingsfonds. Dit fonds poolt de overheidsschulden welke uitstijgen boven de 60% van het individuele nationale bbp van de eurolidstaten. Daarbij wordt uitgegaan van gezamenlijke aansprakelijkheid. Elk deelnemend land wordt verplicht om de overgedragen schuld over een periode van 20-25 jaar volgens een bepaald consolidatietraject op eigen kracht af te lossen. Doordat er in de aflossingsfase een gezamenlijke aansprakelijkheid geldt, zijn de gecreëerde obligaties veilig. In de praktijk geeft het aflossingsfonds veilige obligaties uit en worden de opbrengsten door de deelnemende landen gebruikt voor de dekking van hun van tevoren overeengekomen financieringsbehoeften in verband met de aflossing van uitstaande obligaties en met het aangaan van nieuwe leningen. De schuldoverdracht verloopt derhalve geleidelijk, over een periode van zo'n vijf jaar. De lidstaten met een schuld van meer dan 60% van het bbp hoeven in de eerste fase dus niet op zoek naar marktfinanciering zolang ze zich houden aan het van tevoren overeengekomen schuldreductietraject. Na de eerste fase bestaat de uitstaande schuld in het eurogebied uit twee elementen: i) de nationale schuld: de schuld tot aan 60% van het bbp en ii) de aan het fonds overgedragen schuld: de restschuld na overdracht. In het midden blijft onder meer welk risico het fonds loopt en wat de gevolgen zijn van de feitelijk hogere rangorde die voortvloeit uit de zekerheidsstelling van de fondsobligaties.

²⁴ Gepubliceerd op 9 november 2011, zie: <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, punten 9-13 en 184-197.

Het door de raad ontwikkelde schuldafleringspact combineert een (tijdelijke) gemeenschappelijke emissie met strenge voorschriften voor de budgettaire aanpassing. Het voorstel wijkt af van het voorstel voor stabiliteitsobligaties van dit groenboek in die zin dat de gemeenschappelijke emissie van tijdelijke aard is en alleen wordt gebruikt voor lidstaten met een overheidsschuld van meer dan 60% van het bbp. De raad stelt met andere woorden een tijdelijk financieringsinstrument voor dat alle eurolidstaten tijd en een financiële adempauze geeft voor de terugdringing van hun schuld tot onder de 60% van het bbp. Zodra dit doel wordt bereikt, worden het fonds en de veilige obligaties automatisch geliquideerd. Veilige obligaties vormen dus een crisisinstrument en geen instrument om te komen tot een permanente integratie van de markten voor staatsobligaties in het eurogebied. Niettemin kan het schuldafleringspact, ondanks het tijdelijke karakter van dit instrument, bijdragen aan de aanpak van het huidige schuldenprobleem.

2.3. Benadering nr. 3: Gedeeltelijke vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligatie-emissies, met individuele, maar zonder gezamenlijke garanties

In deze benadering worden nationale emissies eveneens vervangen door stabiliteitsobligaties die worden geschaagd door proportionele garanties van de eurolidstaten²⁵. Deze benadering wijkt af van benadering nr. 2 voor zover de lidstaten aansprakelijk blijven voor hun aandeel in stabiliteitsobligatie-emissies en voor hun nationale emissies. De problemen die verband houden met de opsplitsing tussen stabiliteitsobligatie-emissies en nationale emissies, komen echter in grote lijnen overeen.

Deze benadering levert minder voordelen op dan gemeenschappelijke emissies. Tegelijk hoeft echter aan minder voorwaarden te worden voldaan. De moral hazard wordt afgezwakt door de individuele, maar niet gezamenlijke garantie. De lidstaten kunnen bij hun emissies niet profiteren van een mogelijk hogere kredietkwaliteit van andere lidstaten. Voorts blijft een lidstaat, omdat hij nationale obligaties blijft uitgeven, onderworpen aan een marktscreening en marktoordeel die een extra en mogelijk soms krachtige aansporing zullen vormen om geen onverantwoord begrotingsbeleid te voeren. Hoewel deze benadering de marktefficiëntie en stabiliteit slechts in beperktere mate zal bevorderen, is deze wel gemakkelijker en sneller inzetbaar. Vanwege de individuele, maar niet gezamenlijke garanties zullen de lidstaten die aan een hoge marktriscopremie onderworpen zijn, aanzienlijk minder profiteren van de kredietwaardigheid van de lidstaten die een laag rendement bieden, dan in benadering 2 en vooral in benadering nr. 1. In dit opzicht zal de staatsschuldcrisis in het eurogebied met benadering nr. 3 mogelijk minder sterk worden ingedamd en zullen de mogelijke implicaties voor de financiële sector van een beperktere omvang zijn. In tegenstelling tot de twee andere benaderingen kan deze benadering dankzij het feit dat ze veel sneller kan worden geïmplementeerd, mogelijk echter van nut zijn bij de aanpak van de huidige staatsschuldcrisis.

Het voornaamste probleem bij deze benadering is de aard van de garantie voor de stabiliteitsobligatie. Bij gebrek aan enige kredietversterking is de kredietkwaliteit van een stabiliteitsobligatie met individuele, maar zonder gezamenlijke garanties hooguit het (gewogen) gemiddelde van de kredietkwaliteit van de verschillende eurolidstaten. Bepalend kan zelfs de kredietkwaliteit van de lidstaat met de laagste rating zijn, tenzij de obligaties bij alle lidstaten een geloofwaardige hogere rangorde hebben dan nationale emissies (zie hieronder). Daardoor kan de acceptatie van het instrument door beleggers en door lidstaten

²⁵ Een dergelijke benadering is, zij het op gedecentraliseerde-emissiebasis, onderzocht in het verslag van de Giovannini-Groep (2000) en is meer recent voorgesteld door De Grauwe en Moesen (2009), door Monti (2010) en door Juncker en Tremonti (2010).

met een hogere rating onder druk komen te staan en kunnen de voordelen van stabiliteitsobligaties worden ondermijnd, en met name de veerkracht ervan in tijden van financiële spanningen.

Om de acceptatie van de stabiliteitsobligatie in deze benadering te vergroten, kan de kwaliteit van de onderliggende garanties worden verhoogd. De lidstaten kunnen een hogere rangorde toekennen aan de schuldendienst van stabiliteitsobligaties. Voorts kunnen de lidstaten zekerheden bieden, zoals contant geld, goudreserves (die in de meeste EU-lidstaten veel groter zijn dan nodig is) en de oormerking van bepaalde belastingontvangsten voor de schuldendienst van stabiliteitsobligaties. Meer dan in benadering nr. 2, waarin het gemeenschappelijke deel wordt geschraagd door hoofdelijke garanties, hangt de haalbaarheid van deze optie af van de hogere rangorde van de gemeenschappelijke emittent en van een prudente limiet voor de gemeenschappelijke emissie. Duidelijk is dat de implicaties van deze optie voor de huidige in omloop zijnde obligaties, waarvoor mogelijk negatieve onderpandclausules gelden, zorgvuldig moeten worden bestudeerd en passende oplossingen moeten worden gevonden.

Terwijl de totale kosten van de schuld van een land onder normale omstandigheden gelijk zouden moeten blijven of zouden moeten teruglopen, zullen de marginale kosten stijgen. Dit zou een stimulans moeten zijn om de moral hazard te bedwingen en begrotingsdiscipline te betrachten, zelfs als de governance of het begrotingstoezicht niet op een of andere wijze zouden worden versterkt. De stabiliteitsobligatie zou, gekoppeld aan het onlangs vastgestelde governancepakket, de effectiviteit ervan versterken indien de via gemeenschappelijke emissies te financieren bedragen in nauwe samenhang met de in de stabiliteitsprogramma's vastgelegde begrotingsdoelstellingen worden vastgesteld en een krachtige stimulans vormen om de algehele schuld snel terug te dringen²⁶. Ook hoeft het Verdrag op dit punt niet te worden gewijzigd. Wel is voor een handhaving van de kredietkwaliteit van de stabiliteitsobligatie hoogstwaarschijnlijk secundaire wetgeving vereist waarbij de hogere rangorde van de stabiliteitsobligatie wordt vastgesteld.

De alternatieven voor de behandeling van de bestaande obligaties, alsmede de voor- en nadelen ervan, komen overeen met die welke onder benadering nr. 2 worden beschreven.

Deze optie kan betrekkelijk snel worden geïmplementeerd. Ook kan ze worden verwezenlijkt zonder dat het Verdrag gewijzigd hoeft te worden. Via secundaire wetgeving kan het beginsel van een hogere rangorde worden versterkt. Voorts worden nationale obligaties slechts gedeeltelijk vervangen door stabiliteitsobligaties.

2.3.1. Combinatie van de verschillende benaderingen

Aangezien de drie benaderingen onderling qua reikwijdte, ambitie en vereiste implementatietijd uiteenlopen, zouden ze eventueel ook kunnen worden gecombineerd. Benadering nr. 1 kan als de meest ambitieuze worden beschouwd en het meeste resultaat opleveren als het gaat om marktintegratie en een vergroting van de stabiliteit. Wel zal de implementatie ervan veel tijd vergen. Daarentegen lijkt benadering nr. 3 met zijn afwijkende

²⁶ Bini-Smaghi hebben iets dergelijks voorgesteld: een eurobond met proportionele garanties, maar waarbij het recht om schuldpapier uit te geven wordt overgeheveld van de lidstaten naar een supranationaal agentschap. Daarvoor is vermoedelijk wel een wijziging van het Verdrag noodzakelijk. De schuld kan daarbij worden uitgegeven tot bepaalde niveaus waarmee de Raad heeft ingestemd in het kader van de jaarlijkse goedkeuring van de stabiliteitsprogramma's. Daarbij wordt het onmogelijk om bovenop de jaarlijks vastgestelde schuldlimiet nog schuldpapier uit te geven voor de financiering van de uitgaven. Aldus ontstaat een "schuldenrem" die een land dwingt om vroegtijdig in te grijpen, wanneer zijn overheidsschuld te dicht in de buurt van de overeengekomen limiet komt.

reikwijdte en garantiestructuur gemakkelijker en sneller inzetbaar. De ambitie van de kenmerken en reikwijdte van de stabiliteitsobligatie en de mogelijke implementatiesnelheid bijten elkaar dus in zekere zin. Om dit dilemma te doorbreken, kunnen de diverse opties worden gecombineerd als opeenvolgende stappen in een proces van geleidelijke implementatie: een betrekkelijk vroege invoering op basis van een gedeeltelijke benadering en een individuele-garantiestructuur in combinatie met een routekaart voor een verdere ontwikkeling van dit instrument en de daaraan verbonden versterking van de governance. Zo'n vooraf opgestelde politieke routekaart kan ertoe bijdragen dat stabiliteitsobligaties van meet af aan worden geaccepteerd door de markt.

2.3.2. *Gevolgen voor de niet-eurolidstaten van de EU en voor derde landen*

Deelname aan het kader voor stabiliteitsobligaties is in principe bedoeld voor de eurolidstaten²⁷. Dit komt door de normale wens van de lidstaten om in de eigen munteenheid schuldpapier uit te geven en de markten te onderhouden, en door het feit dat e-obligaties deel kunnen uitmaken van een sterkere economische en politieke integratie. Dit neemt niet weg dat de invoering van stabiliteitsobligaties met daarbij een versterkt kader voor economische governance, toch gevolgen heeft voor deze lidstaten. Doordat stabiliteitsobligaties de financiële stabiliteit in het eurogebied bevorderen, zullen de financiële markten en instellingen zich in die landen immers ook sterk stabiliseren. Hetzelfde geldt voor derde landen, afhankelijk van de mate waarin zij economisch en financieel verweven zijn met het eurogebied. Daar staat tegenover dat de strijd tussen de financiële markten om de gunst van de belegger kan verhevigen door de totstandkoming van een zeer grote en solide markt voor veilige activa in de vorm van stabiliteitsobligaties.

Tabel 1: Overzicht van de drie hoofdopties

	(Optie 1)	(Optie 2)	(Optie 3)
<i>Voornaamste kenmerken</i>			
– Mate van vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligaties	Volledig	Gedeeltelijk	Gedeeltelijk
– Garantiestructuur	Hoofdelijk (d.w.z. gezamenlijk én individueel)	Hoofdelijk (d.w.z. gezamenlijk én individueel)	Individueel (niet gezamenlijk) met kredietversterkingen
<i>Voornaamste effecten</i>			
– Op gemiddelde financieringskosten: 1) voor stabiliteitsobligatie als zodanig 2) van de verschillende landen	1) Gematigd positief effect vanwege de zeer grote liquiditeit, maar wel moral hazard 2) Sterke verschuiving van de voordelen van de landen met een hogere rating naar	1) Gematigd positief effect vanwege de vrij grote liquiditeit en de beperkte moral hazard 2) Minder sterke verschuiving van de voordelen van de landen met een hogere rating naar die met een lagere rating	1) Gematigd positief effect, geringer liquiditeitseffect en solider beleid door de sterkere marktdiscipline 2) Geen gevolgen voor de verschillende landen. Sterkere marktdruk op de lidstaten met een hoge

²⁷ Een deelname van niet-eurolidstaten is echter, met name in benadering nr. 3, ook denkbaar.

	die met een lagere rating	Enige marktdruk op de lidstaten met een hoge schuld en subprime krediet-ratings	schuld en subprime kredietratings
– Op de mogelijke moral hazard (zonder krachtigere governance)	Hoog	Gemiddeld, maar sterke marktstimulansen om budgettaire discipline te betrachten	Laag, sterke marktstimulansen om budgettaire discipline te betrachten
– Op de financiële integratie in Europa	Hoog	Gemiddeld	Gemiddeld
– Op de mondiale aantrekkingskracht van de financiële EU-markten	Hoog	Gemiddeld	Gemiddeld
– Op de stabiliteit van de financiële markten	Hoog	Hoog, maar niet zonder gevaren in geval van een onhoudbare omvang van nationale emissies	Laag, maar mogelijk van nut bij de aanpak van de huidige crisis dankzij de snelle implementatie ervan
<i>Juridische overwegingen</i>	Waarschijnlijk wijziging van het Verdrag	Waarschijnlijk wijziging van het Verdrag	Geen wijziging van het Verdrag. Secundaire wetgeving mogelijk nuttig.
<i>Implementatietijd die ten minste nodig is</i>	Lang	Middellang tot lang	Kort

3. BEGROTINGSKADER VOOR STABILITEITSOBLIGATIES

3.1. Achtergrond

Met de recente hervorming van het SGP, waarin ook nieuwe handhavingsmechanismen zijn opgenomen, is het budgettair toezichtskader al versterkt. Voorts is het de bedoeling om dit kader, met name voor de eurolidstaten die zich in de buitensporigtekortprocedure bevinden en/of om financiële bijstand vragen of deze bijstand ontvangen, nog verder te versterken, zulks overeenkomstig de recente conclusies van de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied en overeenkomstig het voorstel van de Commissie voor twee nieuwe verordeningen op basis van artikel 136, namelijk

- het voorstel voor een verordening betreffende gemeenschappelijke voorschriften voor het monitoren en beoordelen van ontwerp-begrotingsplannen en voor het garanderen van de correctie van buitensporige tekorten van de lidstaten van het eurogebied: dit heeft drie doelstellingen: a) aanvulling van het Europees semester met een gemeenschappelijk budgettair tijdpad dat gericht is op een betere synchronisatie van de voornaamste stappen bij de opstelling van de nationale begrotingen, b) aanvulling van het systeem voor het multilaterale toezicht op het begrotingsbeleid (het preventieve deel van het SGP) met additionele monitoring-eisen om ervoor te zorgen dat EU-beleidsaanbevelingen op begrotingsgebied op passende wijze in de nationale budgettaire voorbereidingen worden meegenomen, en c) aanvulling van de procedure voor de correctie van een buitensporig tekort van een lidstaat (het corrigerende deel van het SGP) met een nauwlettender bewaking van het begrotingsbeleid van lidstaten waartegen een buitensporigtekortprocedure loopt, teneinde een tijdige en duurzame correctie van buitensporige tekorten te waarborgen;
- het voorstel voor een verordening betreffende de versterking van het toezicht: dit schrijft voor dat een eurolidstaat die een ernstige financiële verstoring ondervindt of dreigt te ondervinden, onder verscherpt toezicht moet worden geplaatst opdat de toestand in de betrokken lidstaat snel wederom wordt genormaliseerd en de overige lidstaten van het eurogebied tegen mogelijke negatieve overloopeffecten worden beschermd.

Deze twee nieuwe verordeningen bieden in combinatie met de ingrijpende wijzigingen die voortvloeien uit de hervorming van het SGP, een solide grondslag voor een nauwere coördinatie van het begrotingsbeleid van de diverse eurolidstaten.

Niettemin ontstaan door stabiliteitsobligaties moral-hazardgevaren en moet het kader dus verder worden versterkt, waarbij de gekozen optie bepaalt hoever daarin moet worden gegaan. Er kunnen drie dimensies voor een dergelijke versterking van het kader worden vastgesteld:

- er zijn goede redenen om het toezicht op en de bemoeienis met de opstelling en implementatie van nationaal begrotingsbeleid meer te verscherpen dan in de recente voorstellen het geval is. Voorts moet de schuldendienst van stabiliteitsobligaties volledig gewaarborgd zijn;
- tegelijk kan alleen al het bestaan van stabiliteitsobligaties leiden tot fundamentele verandering van begrotingsprocessen, met name via de toewijzingsmechanismen, en een instrument zijn voor een effectieve handhaving van een op vaste regels gebaseerd kader voor het begrotingsbeleid;
- het kan noodzakelijk zijn om budgettaire voorwaarden te verbinden aan de toetreding tot het systeem van stabiliteitsobligaties zodat niet alleen de huidige aanpassingsplannen aan

geloofwaardigheid winnen, maar ook latere plannen die ten uitvoer worden gelegd wanneer het systeem van stabiliteitsobligaties al op kruissnelheid is gekomen.

3.2. Verscherping van het toezicht op en de bemoeienis met het nationaal begrotingsbeleid

Met de recente en komende hervormingen van het toezicht ontstaat een solide grondslag om deze gevaren te beperken, maar er is meer nodig. Zo'n versterking van het kader kan van toepassing zijn op het EU-toezicht en op de nationale begrotingskaders.

Overeenkomstig de thans besproken wijzigingen brengt dit een grondigere bestudering van de nationale begrotingen mee, niet alleen voor de landen die budgettaire problemen hebben, maar voor alle deelnemende lidstaten. Onder bepaalde omstandigheden, zoals een hoge schuld of een hoog tekort, kan EU-goedkeuring van de begroting nodig zijn voor een deelnemende lidstaat. Voorts is een veel krachtiger monitoringkader voor de uitvoering van de begroting vereist. Daarbij kan worden gedacht aan regelmatige rapportages op gemeenschappelijke begrotingsbijeenkomsten, aan de ontwikkeling van waarschuwingsmechanismen op basis van budgettaire scoreborden en aan de feitelijke mogelijkheid om ontsporingen al tijdens de uitvoering te corrigeren, bijvoorbeeld door van tevoren begrotingsreserves in de planning op te nemen en door aan de invoering van dure nieuwe maatregelen de voorwaarde te verbinden dat de uitvoering van de begroting volgens plan verloopt.

De nationale begrotingskaders zullen al op betrekkelijk korte termijn worden versterkt met de implementatie van de begrotingskaderrichtlijn (die overigens kan worden versneld). Voorts wordt thans gesproken over mogelijkheden om nog verder te gaan, door onder meer voorschriften in te voeren waarbij het SGP-kader wordt vertaald naar nationale wetgeving, bij voorkeur op constitutioneel niveau, zulks met adequate handhavingsmechanismen. Andere mogelijke essentiële versterkingen van de nationale kaders bestaan in de vaststelling van bindende middellangetermijnkaders, in beoordelingen door onafhankelijke organisaties van de aannames die aan nationale begrotingen ten grondslag liggen, en in de invoering van effectieve coördinatiemechanismen tussen de diverse overheidsniveaus. Wat het laatste betreft, kan de pooling van schuld op Europees niveau een extra reden zijn voor een nauwere afstemming van het schuldbeheer van de diverse subsectoren van de overheid.

Nationale kaders moeten ook een belangrijke rol spelen bij de ondersteuning van het toezicht op EU-niveau. Zo zouden gemeenschappelijke tijdspaden voor de opstelling van de begrotingen het EU-toezicht vergemakkelijken (en kunnen deze in de praktijk zelfs noodzakelijk zijn in het kader van de toewijzing van stabiliteitsobligaties). Evenzo hangt een deugdelijke monitoring op EU-niveau van de uitvoering van de begroting af van solide nationale regelingen op dat gebied, zodat het noodzakelijk kan zijn om gemeenschappelijke normen voor de controle en openbaarmaking vast te stellen.

Er moet een systeem worden opgezet dat de volledige schuldendienst van elke lidstaat die van de emissie van stabiliteitsobligaties profiteert, op geloofwaardige wijze waarborgt. Dit houdt in dat de schuldendienst voor stabiliteitsobligaties, of meer specifiek de betaling van rente op gemeenschappelijke emissies, in geen geval twijfelachtig mag worden. Een optie in dit verband is de toekenning van een uitgebreide EU-bevoegdheid om bij ernstige financiële problemen in te grijpen, waaronder de mogelijkheid om de in gebreke blijvende lidstaat onder een bepaalde vorm van "bestuur" te plaatsen. Een andere, al in het vorige hoofdstuk genoemde optie die wellicht minder inbreuk pleegt op de nationale soevereiniteit, is de invoering van een clause voor deelnemende landen die bepaalt dat de schuldendienst in het stabiliteitsobligatiesysteem een hogere rangorde heeft dan andere uitgaven in de nationale

begrotingen. Dergelijke voorschriften moeten een stevige wettelijke, en vermoedelijk zelfs grondwettelijke basis krijgen. Bovendien moeten de verplichtingen jegens het stabiliteitsobligatiesysteem dienovereenkomstig een hogere rangorde krijgen dan nieuwe nationale emissies die eventueel nog nodig zijn.

3.3. Stabiliteitsobligaties als onderdeel van een verbeterd begrotingskader

Door stabiliteitsobligaties ontstaat het gevaar van moral hazard, maar daarnaast leiden ze waarschijnlijk ook tot diepgaande veranderingen in de omstandigheden waaronder begrotingsbeleid wordt opgesteld en uitgevoerd. Dit komt met name omdat Europese richtsnoeren voor nationaal begrotingsbeleid zullen worden vertaald in concrete cijfers, zulks alleen al in verband met de toewijzing van leningen aan de deelnemende lidstaten. In alle besproken opties moeten namelijk in het kader van de stabiliteitsobligaties van te voren plafonds voor nationale leningen worden vastgesteld, welke vervolgens als kader dienen voor of in elk geval van invloed zijn op de nationale begrotingen. Dit geldt met name voor de vergaande opties (zoals benadering nr. 1) waarin van stabiliteitsobligaties wordt verwacht dat ze voorzien in alle of in elk geval het grootste deel van de nieuwe financieringsbehoeften van de deelnemende lidstaten. In dit opzicht kunnen stabiliteitsobligaties niet alleen worden gezien als een potentiële bron van moral hazard, maar ook als een stuwende factor voor een betere coördinatie van het begrotingskader middels een effectieve handhaving van een op vaste regels gebaseerd kader.

Indien stabiliteitsobligaties gaan zorgen voor de gehele overheidsfinanciering of in elk geval het grootste deel ervan (d.w.z. benadering nr. 1), moet het toewijzingskader in de stabiliteitsobligatieregeling duidelijke uitgangspunten bevatten, namelijk:

- (1) *de maximale toewijzing moet berusten op begrotingsregelgeving die voldoende solide is*, met het SGP-kader als natuurlijke grondslag. Van de regels gaat dan dus een krachtige stimulans uit om een verantwoord begrotingsbeleid te voeren;
- (2) *deze richtsnoeren moeten ook aangeven hoe flexibel mag worden omgegaan met onverwachte economische ontwikkelingen*, en moeten het gevaar van procyclisch beleid tot een minimum beperken. Een belangrijk probleem in dit verband is de vraag of budgettaire flexibiliteit om schokken op te vangen die zich hetzij in een bepaald land hetzij in het eurogebied voordoen, wordt geboden met extra emissies van stabiliteitsobligaties of gekoppeld moet worden aan nationale emissies (als deze tenminste mogelijk blijven). Hoe meer flexibiliteit in het systeem wordt toegestaan, des te groter de noodzaak om beheersingsmechanismen (zoals controlerekeningen) in te bouwen om ervoor te zorgen dat de flexibiliteit binnen overeengekomen grenzen wordt gehouden en om te voorkomen dat de schuld "omhoogsluip";
- (3) *de regels moeten waarschijnlijk ook een vorm van "graduele reactie" op ongezonde budgettaire ontwikkelingen omvatten*. Deze graduering kan de vorm aannemen van een verscherpt toezicht op of bemoeienis met het nationale begrotingsbeleid, zoals hierboven bedoeld.

Daarnaast moeten financiële prikkels waarbij een gezond financieel beleid wordt beloond, in het systeem worden ingebouwd. Hoewel de rendementen van stabiliteitsobligaties marktgebaseerd zijn, kunnen de financieringskosten over de lidstaten worden verdeeld naargelang van hun begrotingssituatie of begrotingsbeleid of naar gelang van hun marktkredietwaardigheid zoals die tot uiting komt in het verschil tussen de risicopremie van nationale emissies en die voor gemeenschappelijke emissies. Daardoor ontstaat een prikkel in het systeem om een gezond begrotingsbeleid te voeren en wordt de disciplinerende werking van de markt als het ware nagebootst, zij het op een soepelere en consistentere wijze dan de

markten zelf zouden doen. Zo'n prikkel, waarvan overigens al automatisch sprake is in de optie met alleen individuele garanties, kan nog verder worden versterkt met "strafpercentages", die worden opgelegd wanneer de zaken niet volgens plan verlopen.

3.4. Budgettaire voorwaarden voor de toetreding tot het systeem

Om uiteindelijk gedaan te krijgen dat stabiliteitsobligaties hun naam eer aandoen, kunnen ook macro-economische en budgettaire voorwaarden aan de lidstaten worden gesteld waaraan zij moeten voldoen om tot het systeem toe te treden en daarin te mogen blijven. De lidstaten zou bijvoorbeeld de toegang tot stabiliteitsobligaties kunnen worden geweigerd indien zij zich niet hebben gehouden aan hun verbintenissen in het kader van het SGP of binnen een versterkt begrotingskader. Als alternatief zouden lidstaten die hun begrotingsdoelen niet gehaald hebben, ertoe kunnen worden verplicht om (extra) zekerheden te stellen bij nieuwe stabiliteitsobligatie-emissies, of onderworpen kunnen worden aan een extra renteheffing. Ook zou de toegang kunnen worden beperkt naargelang van de mate waarin zij zich niet aan de regels houden. Bijvoorbeeld, voor elk procentpunt van het bbp dat de overheidsbegroting in negatieve zin afwijkt van de streefcijfers, kan het recht op de emissie van stabiliteitsobligaties met een bepaald aantal procentpunten van het bbp worden verlaagd.

Van deze aanpak mag een aantal voordelen worden verwacht:

- ten eerste worden de lidstaten, voor zover zij deel willen uitmaken van het systeem van stabiliteitsobligaties, extra geprikkeld om de consolidatie en hervormingen waarop zij zich al hebben vastgelegd, onverkort ten uitvoer te leggen, dit naar analogie van de convergentie-inspanningen in de aanloop naar de euro;
- ten tweede zullen de financiële markten en de maatschappij in brede zin de consolidatieplannen geloofwaardiger achten gezien het vooruitzicht op stabiliteitsobligaties. Daardoor kan het vertrouwen al op betrekkelijk korte termijn toenemen dankzij het vooruitzicht op aansluiting bij de stabiliteitsobligaties. Door zo'n hernieuwd vertrouwen kunnen budgettaire aanpassingen in een aantal landen gemakkelijker gerealiseerd worden;
- ten derde zullen door het stellen van strikte budgettaire voorwaarden aan de toetreding tot en blijvende deelname aan het systeem de schuldquotes en financieringsbehoeften verminderen voordat de desbetreffende landen participeren in de stabiliteitsobligaties. Aldus kunnen de risicopremies en rendementen van stabiliteitsobligaties worden verlaagd.

Zo'n aanpak zou betekenen dat de lidstaten de mogelijkheden tot restfinanciering in stand moeten houden ingeval zij niet aan deze voorwaarden voldoen. Derhalve zullen de obligatie-emissies van de eurolidstaten niet volledig worden vervangen door stabiliteitsobligaties. Ook moet een instelling of organisatie worden aangewezen die toezicht houdt op de naleving van deze toetredingscriteria (eventueel het agentschap voor het beheer van de schuld).

4. UITVOERING

4.1.1. Organisatorische opzet

Wat de organisatie van stabiliteitsobligatie-emissies betreft, moet een aantal technische knopen worden doorgehakt. Met name de institutionele structuur van de financieringsoperaties moet worden vastgesteld, met andere woorden, er moet worden bepaald of er een gecentraliseerd agentschap voor het schuldbeheer (ASB) wordt opgezet dan wel of de essentiële taken op gedecentraliseerde wijze door de nationale schatkisten en ASB's worden verricht. Bij een gedecentraliseerde aanpak moeten er ten aanzien van de emissies uniforme voorwaarden en procedures gelden en moeten deze nauw worden gecoördineerd.

Terwijl obligatie-emissies in de gecentraliseerde aanpak niet gecoördineerd hoeven te worden, moet wel gedetailleerde en betrouwbare informatie over de financieringsbehoeften van de lidstaten worden ontvangen, zodat de emissies kunnen worden gepland. Wat de opzet van een agentschap voor centrale emissies betreft, zijn er diverse opties denkbaar, waaronder: a) de Europese Commissie kan als ASB dienen. De stabiliteitsobligatie kan dan snel worden ingevoerd en als instrument worden gebruikt om de huidige crisis het hoofd te bieden; b) de EFSF/het ESM kan worden omgevormd tot een volwaardig ASB; c) er kan een nieuw ASB op EU-niveau worden opgericht²⁸. Het zal dan wel enige tijd duren voordat dit operationeel is. De administratieve kosten van de invoering van stabiliteitsobligaties kunnen niet exact worden berekend, zonder dat alle overige bijzonderheden van tevoren worden bepaald. De omvang ervan heeft ook gevolgen voor de begrotingen van de lidstaten.

Een belangrijke technische kwestie in dit verband is de vraag hoe een gecentraliseerd ASB de aangetrokken middelen uitleent aan de lidstaten. In principe zijn er twee opties, die ook gecombineerd kunnen worden: a) de middelen worden rechtstreeks, via een leningovereenkomst, aan de lidstaat uitgeleend; b) het ASB koopt op de primaire markt alle staatsobligaties of het overeengekomen deel ervan rechtstreeks bij de lidstaten op. In de tweede optie kan het ASB eventueel ook uitstaande staatsobligaties op de secundaire markt opkopen.

De aflossing van de obligaties moet ook worden geregeld. Dit kan op de eenvoudigste manier geschieden via overdrachten van de nationale instanties aan de uitgevende agent, die er vervolgens voor zorgt dat de obligaties worden afgelost. Om ervoor te zorgen dat marktdeelnemers erop kunnen rekenen dat de schuldendienst te allen tijde gewaarborgd is, en om te voorkomen dat er te laat wordt betaald, moet het ASB beschikken over een stabiele en voorspelbare stroom van inkomsten. Hoewel de lidstaten garant moeten staan voor de verplichtingen van dit orgaan, moet worden nagegaan of dit voldoende is of extra zekerheden, kasbuffers nodig kunnen zijn. De huidige nationale agentschappen voor het schuldbeheer maken deel uit van de nationale begrotingsinstellingen, die kunnen leunen op de overheidsbevoegdheid om belastingen te heffen. Bij een supranationaal agentschap voor het schuldbeheer is zo'n rechtstreekse koppeling aan de belastingontvangsten afwezig. Dit kan ten koste gaan van de marktacceptatie van de uit te geven schuldinstrumenten.

Ook met stabiliteitsobligaties blijft nationaal liquiditeitenbeheer noodzakelijk. In de praktijk is het namelijk vrijwel onmogelijk om obligatie-emissies zo op te zetten dat er een perfecte match bestaat met de betalingsstromen van de lidstaten. Daarom moeten stabiliteitsobligatie-emissies worden aangevuld met dagelijks liquiditeitenbeheer, dat aan de nationale instanties kan worden overgelaten. Een mogelijkheid in dit verband is dat stabiliteitsobligatie-emissies gericht zijn op de financieringsbehoeften op middellange termijn en dat de nationale instanties hun betalingsprofielen beheren met kortetermijndeposito's en -leningen of -schatkistpapier. Ongeacht de organisatorische opzet moeten coördinatieprocedures voor de financieringsplannen van de individuele lidstaten worden uitgewerkt, met het oog op de ontwikkeling van benchmarkemissies en een volledige benchmarkrendementscurve.

4.1.2. *Verhouding met het ESM*

In verband met de opzet van een agentschap voor de gemeenschappelijke emissie van stabiliteitsobligaties voor de eurolidstaten zou duidelijkheid moeten worden geschapen over de taakverdeling tussen dit agentschap en het ESM. In principe zijn er twee

²⁸ In de overgangsfase kan er een Commissie-agentschap komen met personeel van de Commissie en tijdelijk personeel uit de nationale agentschappen. Later kan dit agentschap dan eventueel worden omgevormd tot een ASB.

gezichtspunten mogelijk: Het ESM kan feitelijk overbodig worden geacht aangezien met gemeenschappelijke emissies in combinatie met aangescherpte regelgeving voor het begrotingstoezicht de gewone financiering van lidstaten én de buitengewone financiering die nodig is wanneer een lidstaat in ernstige problemen geraakt, georganiseerd kunnen worden. Een vermenging van de taken van schuldbeheer en noodfinanciering is mogelijk echter suboptimaal en kan leiden tot verwarring wie wat moet doen. Dit doet mogelijk afbreuk aan de prikkels en de governance en kan leiden tot een te complexe financiële instelling. Daarom is het misschien beter dat het ESM een aparte emittent van schuldpapier blijft die ervoor zorgt dat in de buitengewone financieringsbehoeften wordt voorzien.

De gekozen vorm van interactie met het ESM hangt ook af van de desbetreffende optie voor stabiliteitsobligaties. Het ESM kan redelijk overbodig worden geacht in benadering nr. 1 voor stabiliteitsobligaties. In deze benadering worden de financieringsbehoeften van de lidstaten vrijwel volledig gedekt, maar kan ook worden gezorgd voor de benodigde buitengewone aanvullende financiering. De situatie is minder duidelijk in benadering nr. 2 en benadering nr. 3. Daarin blijven de lidstaten immers parallel aan de gemeenschappelijke emissie van stabiliteitsobligaties nationale obligaties uitgeven. Er kan zelfs worden overwogen om het ESM-kader te gebruiken om de eerste stappen te zetten richting stabiliteitsobligaties. Aangezien het ESM zal berusten op individuele garanties van de lidstaten, kan de geleidelijke invoering van stabiliteitsobligaties op basis van individuele (maar niet gezamenlijke) garanties, ofwel op basis van benadering nr. 3, worden geïntegreerd in het ESM, dat dan de financiering en emissies verzorgt en dus een rol gaat spelen die verder gaat dan de huidige rol waarin alleen buitengewone financiële bijstand wordt verleend. In principe kunnen hoofdelijke garanties in een latere fase op het ESM worden toegepast.

4.1.3. Rechtskader voor emissies

Ook het rechtskader voor de emissie van stabiliteitsobligaties vormt een punt van aandacht. Op dit moment worden staatsobligaties uitgegeven op basis van het binnenlands recht. Bij internationale obligatie-emissies wordt vaak het Engelse recht of, voor de VS-markt, het Amerikaanse recht gebruikt. Er bestaat geen soortgelijk EU-recht op basis waarvan stabiliteitsobligaties kunnen worden uitgegeven. Hoewel het algemeen gebruikelijk is om bij internationale obligatie-emissies uit te gaan van buitenlands recht, kan dit problemen opleveren als alle staatsschuld onder het VK- of VS-recht zou gaan vallen, omdat de Angelsaksische jurisprudentiële aanpak afwijkt van het rechtssysteem van tal van lidstaten. Ook moet overeenstemming worden bereikt ook de bevoegde rechterlijke instantie.

4.1.4. Documentatie en marktconventies

Er moet een besluit worden genomen over de financieringsopties, de effectenkenmerken en de marktconventies. Voor een gevestigde emittent zijn veilingen de beste emissieoptie. Plaatsing via syndicaten heeft als voordeel dat de financiële sector bij de afzet van de instrumenten betrokken is en de prijsstelling voor effecten beter voorspelbaar is. Voorts kunnen grotere bedragen doorgaans via syndicaten worden geplaatst omdat langs dat kanaal ook kleine beleggers kunnen worden bereikt. Daarnaast moeten diverse effectenkenmerken en marktconventies worden bepaald. De voornaamste daarvan zijn beschreven in bijlage 4.

4.1.5. Boekhouding

Een ander probleem waarover duidelijkheid moet komen, is de behandeling van stabiliteitsobligaties volgens de nationale boekhoudregels. Met name moet worden verkend welke gevolgen stabiliteitsobligaties in de verschillende garantiestructuren zullen hebben voor de nationale schuldquotes. Een belangrijk aandachtspunt zal de aard van een nieuwe uitgevende entiteit zijn.

5. CONCLUSIES EN HOE VERDER

Een gemeenschappelijke emissie van stabiliteitsobligaties door de eurolidstaten heeft duidelijke voordelen. Onder meer zal daardoor een diepere interne markt ontstaan, zullen kapitaalmarkten efficiënter worden, zal de stabiliteit en schokbestendigheid van de financiële sector en de overheidsfinanciering toenemen, zullen de financiële markten van het eurogebied, alsmede de euro zelf op mondiaal niveau aantrekkelijker worden, en zal een buitensporig marktpessimisme minder ernstige gevolgen hebben voor de leenkosten van de overheid.

Wel zal de invoering van stabiliteitsobligaties gepaard gaan met een aantal problemen. Om maximaal profijt ervan te hebben en om potentiële schadelijke effecten te voorkomen, moet een overtuigende oplossing voor deze problemen worden gevonden. Met name zullen, vooral voor de opties met hoofdelijke garanties, een voldoende robuust kader voor de begrotingsdiscipline en het economisch concurrentievermogen op nationaal niveau, alsmede een diepgaande controle van het nationale begrotingsbeleid door de EU vereist zijn om de moral hazard in de eurolidstaten te beperken, de kredietkwaliteit van de stabiliteitsobligatie te ondersteunen en de rechtszekerheid te waarborgen.

De vele opties voor een gemeenschappelijke emissie van stabiliteitsobligaties kunnen worden onderverdeeld in drie brede benaderingen. Deze benaderingen zijn ten eerste een volledige vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligatie-emissies met hoofdelijke garanties, ten tweede een gedeeltelijke vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligaties met soortgelijke garanties en ten derde een gedeeltelijke vervanging van nationale emissies door stabiliteitsobligatie-emissies met alleen individuele garanties. De correlatie tussen enerzijds de verwachte voordelen en anderzijds de voorwaarden waaraan moet worden voldaan anderzijds, is in elke optie anders.

Met name loopt de implementatietijd van optie tot optie uiteen door de uiteenlopende mate waarin wijzigingen in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (het EU-Verdrag) nodig zijn. De meest vergaande benadering nr. 1 vereist ook de meest vergaande Verdragswijzigingen en administratieve voorbereidingen, vanwege zowel de invoering van de gemeenschappelijke obligaties als zodanig als de parallel daaraan verlopende versterking van de economische governance. Benadering nr. 2 vereist ook een aanzienlijke aanlooptijd. Daarentegen lijkt benadering nr. 3 haalbaar zonder ingrijpende Verdragswijzigingen en levert deze dus minder vertraging op bij de implementatie.

De suggesties en bevindingen in dit stuk zijn nog van verkennende aard en het overzicht van de problemen waarmee rekening moet worden gehouden, is niet noodzakelijkerwijs volledig. Voorts worden de vele potentiële voordelen en uitdagingen alleen beschreven in kwalitatieve termen. Een uitvoerige kwantificatie van de diverse aspecten is per definitie moeilijk en/of vereist meer onderzoek en input van verschillende zijdes. Ook worden de op te lossen problemen en te nemen beslissingen in veel gevallen wel in kaart gebracht, maar niet nader geanalyseerd.

Om verder te komen, zijn dus uitgebreidere analyses en een raadpleging onmisbaar. Diverse hoofdconcepten, mogelijke doelstellingen en voordelen, eisen en implementatieproblemen verdienen dus nadere aandacht en een verdere analyse. In dit verband is de mening van de voornaamste belanghebbenden van essentieel belang. Met name de lidstaten, de actoren op de financiële markt, de brancheverenigingen voor de financiële sector, academici, zowel in de EU en daarbuiten, en het bredere publiek moeten worden gepolst. Met de resultaten van deze raadpleging moet rekening worden gehouden bij de vervolgstappen op weg naar een eventuele lancering van stabiliteitsobligaties.

Al met al heeft de Commissie besloten om een brede raadpleging²⁹ over dit groenboek te starten. De raadpleging sluit op [8 januari 2012]³⁰. De Commissie zal niet alleen vragen naar de mening van de bovengenoemde belanghebbenden, maar ook advies inwinnen bij de andere instellingen. Op basis van deze feedback zal de Commissie uiterlijk [medio februari 2012] aangeven welke verdere stappen zij denkt te zetten.

²⁹ Omwille van een tijdige follow-up wordt afgeweken van de normale raadplegingsperiode van acht weken temeer daar over stabiliteitsobligaties/euro-obligaties al lange tijd uitvoerig wordt gesproken.

³⁰ Feedback kan langs alle normale kanalen worden verstrekt. Er is ook een speciale mailbox geopend: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu; (http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm)

Bijlage 1: Basisgegevens over de markt van staatsobligaties

Lidstaat	Staatschuld			Schuld centrale overheid % van het bbp, eind 2010	Rendement staatsobligaties % per jaar, 10 jaar, 8.11.2011	CDS-spreads Basispunten per jaar, 5-jaar-contracten, 8.11.2011	Krediet-rating Standard & Poor's, 8.11.2011
	miljard euro, eind 2010	% van het bbp, eind 2010	% van het eurogebied, eind 2010				
België	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Duitsland	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Estland	1,0	6,7	0,0	3,3	n.b.	n.b.	AA-
Griekenland	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	n.b.	CC
Spanje	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Frankrijk	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Ierland	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Italië	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Cyprus	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	n.b.	BBB-
Luxemburg	7,7	19,1	0,1	17,4	n.b.	n.b.	AAA
Malta	4,3	69	0,1	68,9	n.b.	n.b.	A
Nederland	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Oostenrijk	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Portugal	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Slovenië	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Slowakije	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Finland	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Eurogebied	7822,4	85,4	100	71,6	n.b.	n.b.	n.b.
<i>Ter verg.: VS</i>	<i>10258</i>	<i>94,4</i>			<i>2,08</i>	<i>47,5</i>	<i>AA+</i>

Bron: Eurostat, IMF, S&P, Bloomberg

Bijlage 2: Kort overzicht van de literatuur inzake stabiliteitsobligaties

Academici, financiële analisten en beleidsmakers hebben talrijke papers over het idee van euro-obligaties (stabiliteitsobligaties) gepubliceerd. In deze bijlage worden de tot dusver gepubliceerde bijdragen samengevat, met groepering overeenkomstig de basiskenmerken van de voorstellen.

- *Kredietkwaliteit en garantiestructuur*: De meeste auteurs beklemtonen het belang van de status van veilige haven die euro-obligaties moeten hebben en die tot uiting zou komen in de kredietrating. De hoogste kredietwaardigheid zou voornamelijk worden verzekerd door de garantiestructuur en/of de rangorde. Uit de literatuur komen twee in de euro-obligaties in te bedden basisgarantietypes naar voren: i) hoofdelijke garanties (Jones, Delpla en von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero en Missale, J.P. Morgan) waarbij elk land jaarlijks de hele emissie van euro-obligaties waarborgt, en ii) proportionele garanties (Juncker en Tremonti, De Grauwe en Moesen, BBVA) waarin elk land uitsluitend een vast deel van de emissie waarborgt. Favero en Missale beklemtonen dat een euro-obligatie, ondersteund door hoofdelijke garanties, de blootstelling aan crisistransmissie en -besmetting kan verminderen. Auteurs die de proportionele garantie verdedigen stellen anderzijds dat door die laatste de 'moral hazard' wordt verminderd. Capaldi combineert een proportionele garantie met kredietversterkingen (kasreserves, overgaranties, kapitaal, enz.) teneinde de hoogste kredietwaardigheid te verzekeren. Delpla en Weizsäcker, Barclays Capital, Dübel stellen voor de kredietwaardigheid van euro-obligaties te garanderen door ze superieur te maken aan nationale obligaties, met het argument dat zelfs in het extreme geval van wanbetaling door een staat de inningswaarde hoog genoeg zal blijven om de schuldendienst van obligaties met hogere rangorde volledig te waarborgen. Dübel stelt een enigszins afwijkende aanpak voor, namelijk een gedeeltelijke garantie van staatsobligaties (hogere rangorde) door het ESM.
- *Moral hazard*: Het voornaamste argument tegen stabiliteitsobligaties en het meest intensief besproken onderdeel van alle voorstellen (voornamelijk bij Issing) is het probleem van 'moral hazard' doordat dergelijke obligaties de begrotingsdiscipline kunnen verzwakken. Bepaalde auteurs stellen beperkingen aan het emissievolume van namens de lidstaten uitgegeven euro-obligaties voor, waarbij vaak een schuldplafond van 60%, zoals vastgelegd in het SGP, wordt gehanteerd. Extra leningsbehoeften moeten worden gefinancierd via nationale obligaties. Dit idee wordt door Delpla en von Weizsäcker verkend in hun concept van "blauwe" obligaties, waarbij een opdeling van de emissies wordt voorgesteld in blauwe, d.w.z. uiterst liquide en veilige obligaties (hoofdelijk gegarandeerd door de deelnemende landen) die een hogere rangorde krijgen, en rode obligaties, d.w.z. zuiver nationale obligaties met lagere rangorde. De prijsstelling voor rode obligaties zou regeringen ertoe stimuleren hun begrotingen onder controle te houden. Enigszins gelijklopend daarmee stellen Jones en Barclays Capital voor beperkingen op te leggen aan zowel de schuld als de tekorten, wat een geleidelijke daling van de schuldquoten mogelijk moet maken. Naast een beperking van de emissie van euro-obligaties stellen Favero en Missale voor om het moral-hazardprobleem aan te pakken via een compensatieregeling die gebaseerd is op de indexering van de door elke lidstaat betaalde rente (naargelang van de voor dat land geldende kredietrisicopremie of begrotingsparameters). Boonstra, De Grauwe en Moesen, BBVA en Natixis stellen verschillende types bonus/malus-systemen voor naargelang van bijvoorbeeld de capaciteit van de verschillende lidstaten om hun overheidstekort en -schuld terug te dringen.
- Alle auteurs zijn het erover eens dat de versterking van de begrotingsdiscipline de hoeksteen van elk euro-obligatieproject, ongeacht de reikwijdte of de garantiestructuur

daarvan, moet zijn. Afgezien van de 'rode'/nationale emissies stellen Favero en Missale voor om de deelname te beperken tot de lidstaten met de hoogste kredietwaardigheid of om uitsluitend instrumenten met een korte looptijd en laag risico uit te geven. Barclays, BBVA, Delpla en von Weizsäcker, Eijffinger, Becker en Issing denken aan de oprichting van onafhankelijke instanties voor de audit van de begroting en speciale instanties voor het eurogebied die het budgettaire en economische beleid coördineren. In het door Delpla en Weizsäcker verfijnde systeem stelt een onafhankelijke stabiliteitsraad de jaarlijkse toewijzing voor. Die toewijzing moet vervolgens worden goedgekeurd door de nationale parlementen van de deelnemende lidstaten, die uiteindelijk over de begrotingsautoriteit beschikken welke vereist is om de (blauwe) wederzijdse euro-obligatiegaranties te verstrekken. Elk land dat tegen de voorgestelde toewijzing stemt, besluit daarmee automatisch om in het komende jaar noch (blauwe) euro-obligaties uit te geven, noch blauwe obligaties van die jaargang te garanderen. Boonstra stelt voor dat landen die de regels overtreden onmiddellijk streng worden gestraft, bv. door een verlies van middelen uit de EU-begroting en het verlies van stemrecht, en dus politieke invloed, in de organen van de ECB.

- *Praktische aspecten van emissies*: De meeste auteurs stellen voor een gezamenlijk schuldagentschap op te richten dat de emissies coördineert en de schuld beheert. In de voorstellen van het type blauw-rode obligaties blijft de nationale schatkist de uitgever van het nationale deel van de schuld.
- *Deelnemende landen*: Becker geeft een overzicht van de mogelijke opties voor deelname aan het euro-obligatiesysteem: i) door landen met gelijke kredietrating uitgegeven gemeenschappelijke obligaties; ii) op ad-hocbasis uitgegeven gezamenlijke obligaties, vergelijkbaar met de door sommige Duitse deelstaten uitgegeven gezamenlijke obligaties; iii) deelname aan een gemeenschappelijke staatsobligatie, uitsluitend wanneer EMU-landen zich daarvoor kwalificeren middels een solide consolidatie van de begroting in tijden van hoge economische groei, of iv) bevordering door Duitsland en Frankrijk van één liquide kortetermijninstrument of een gezamenlijke Europese markt voor uitsluitend kortlopend schatkistpapier.

Bijlage 3: Overzicht van soortgelijke bestaande instrumenten

1. Europese Unie

Namens de Europese Unie voert de Europese Commissie momenteel drie programma's uit in het kader waarvan zij leningen kan garanderen door uitgifte van schuldinstrumenten op de kapitaalmarkten, doorgaans op *back-to-back*-basis. Alle faciliteiten bestaan uit leningen aan overheden. Krachtens het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie is de EU gemachtigd om lenings- en garantiëprogramma's vast te stellen waarmee de financiële middelen kunnen worden ingezet om haar mandaat uit te voeren.

- In het kader van het *betalingsbalansprogramma* verstrekt de EU financiële bijstand aan niet tot het eurogebied behorende lidstaten die ernstig worden bedreigd door betalingsbalansproblemen (art. 143 VWEU).
- In het kader van het *EFSM-programma* beschikt de Europese Commissie over de bevoegdheid om namens de EU leningen af te sluiten met het doel leningen te financieren in het kader van het Europees Financieel Stabilisatiemechanisme (EFSM) (Verordening (EU) nr. 407/2010 van de Raad van 11 mei 2010). Sinds december 2010 zijn er ondersteuningsprogramma's goedgekeurd voor Ierland en Portugal ter waarde van respectievelijk 22,5 miljard en 26 miljard euro.
- In het kader van het *MFB-programma* worden leningen verstrekt aan niet tot de Europese Unie behorende landen. Macrofinanciële bijstand (MFB) is een beleidsgebaseerd instrument voor niet-gebonden en niet-geormerkte betalingsbalanssteun aan derde partnerlanden (artikelen 212 en 213 VWEU). Deze bijstand wordt verleend in de vorm van middellange- of langetermijnleningen of subsidies, of een combinatie van beide, en vormt een aanvulling op financiering die wordt verleend in het kader van een hervormingsprogramma van het Internationaal Monetair Fonds³¹.

Kredietrating

De AAA-rating van de EU berust op verschillende factoren. Leningen zijn directe en onvoorwaardelijke verplichtingen van de EU en worden gegarandeerd door alle EU-lidstaten. De budgettaire middelen zijn bijna volledig afkomstig van inkomsten die door de lidstaten onafhankelijk van hun nationale parlementen worden doorgestort, zoals tarieven en rechten bij invoer in de EU en heffingen op de btw-ontvangsten en het BNI van elke lidstaat. Op grond daarvan krijgen door de EU uitgegeven obligaties een risicoweging van nul en kunnen zij als zekerheid worden gebruikt bij de ECB.

Bij alle leningen zijn beleggers uiteindelijk blootgesteld aan het kredietrisico van de EU, niet aan dat van de begunstigden van de gefinancierde leningen. Wanneer een begunstigd land in gebreke blijft, zal de betaling worden gedaan uit de EU-begroting (van 127 miljard euro in 2011). De lidstaten van de EU zijn er krachtens het EU-Verdrag juridisch toe verplicht de nodige middelen te verstrekken om aan alle EU-verplichtingen te voldoen.

Belangrijkste kenmerken van EU-emissies

Tot dusverre heeft de EU obligaties met een benchmarkkarakter uitgegeven in het kader van haar 'Euro Medium Term Note'-programma (EMTN), waarvan de middelen tot 80 miljard euro zijn opgetrokken om rekening te houden met emissies in het raam van het EFSM-programma. Ten gevolge van de crisis zijn de benchmarkemissies eind 2008 hervat.

Met de activering van het EFSM voor Ierland en Portugal is de EU een frequente benchmarkemittent geworden. Het totale EFSM-leningsplan voor 2011 bedraagt ongeveer

³¹ Zie: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

28 miljard euro (13,9 miljard euro voor Ierland, 14,1 miljard euro voor Portugal; in het kader van de betalingsbalans- en MFB-programma's: ongeveer 2 miljard euro). De financiering gebeurt uitsluitend in euro.

Aangezien de EU-bijstand een middellangetermijnkarakter heeft, is het looptijdsspectrum normaliter 5 à 10 jaar. Een breder spectrum van 3 à 15 of soms zelfs 30 jaar komt echter ook voor.

Met back-to-back-leningen loopt de EU-begroting geen rente- of wisselkoersrisico's. Wel blijft de schuldendienst van de obligatie een verplichting voor de Europese Unie, die ervoor moet zorgen dat alle obligatiebetalingen op tijd geschieden.

Als een frequente benchmarkkredietnemer is de EU voornemens om binnen de hierboven beschreven parameters een liquide rendementscurve op te bouwen. De EU legt topmanagers de verplichting op een actieve secundaire markt te onderhouden, waarbij te allen tijde bied- en laatkoersen worden afgegeven, en zij ziet erop toe dat die verplichtingen worden nageleefd.

Bepaling van de EU-financiering

EU-leningen worden uitsluitend gefinancierd met middelen die worden aangetrokken op de kapitaalmarkten, en worden dus niet door andere lidstaten of uit de begroting gefinancierd.

De aangetrokken middelen worden in beginsel back-to-back, d.w.z. met dezelfde coupon en looptijd en voor hetzelfde bedrag, uitgeleend aan het begunstigde land. Dit back-to-back-beginsel legt beperkingen op aan EU-emissies, omdat de kenmerken van het uitgegeven financiële instrument worden bepaald door de leningstransactie. Het is dus niet mogelijk een looptijd of bedrag te financieren die/dat afwijkt van de lening.

Bij besluit van de Raad wordt het totale bedrag van het programma per land bepaald, alsmede de termijnen en de maximale gemiddelde looptijd van het leningspakket. Vervolgens moeten de Commissie en de begunstigde lidstaat overeenstemming bereiken over de lenings-/financieringsparameters, de termijnen en de tranches ervan. Bovendien zijn alle termijnen, afgezien van de eerste, afhankelijk van de inachtneming van diverse beleidsvoorwaarden, op soortgelijke wijze als bij IMF-pakketten, wat een ander element is dat de timing van de financiering beïnvloedt. De timing en looptijden van emissies hangen dus af van de desbetreffende EU-leningsactiviteit.

Het EFSM-proces

- (1) Een lidstaat die in ernstige economische of financiële problemen verkeert die worden veroorzaakt door buitengewone gebeurtenissen waarop deze lidstaat geen grip heeft, kan verzoeken om steun van de EU in het kader van het EFSM.
- (2) Op basis van een aanbeveling van de Europese Commissie stelt de Raad van de EU met gekwalificeerde meerderheid van stemmen een besluit vast.
- (3) De lidstaat stelt met de Commissie en met nauwe betrokkenheid van het IMF en de ECB een economisch aanpassingsprogramma op.
- (4) De begunstigde lidstaat stelt met de Europese Commissie een memorandum van overeenstemming (MoU) en een leningsovereenkomst op en neemt een besluit over de tenuitvoerlegging daarvan.
- (5) Na ondertekening van het MoU en de leningsovereenkomst, en na een verzoek van de begunstigde lidstaat om uitbetaling van de lening, worden middelen aangetrokken op de internationale kapitaalmarkten en wordt de eerste tranche vrijgegeven. De volgende tranches van de lening worden vrijgegeven zodra de Raad van de EU heeft geverifieerd dat de lidstaat de voorwaarden van het programma in acht neemt.

2. Europese Faciliteit voor financiële stabiliteit (EFSF)

Naar aanleiding van het besluit van de Raad (Ecofin) van 9 mei 2010 hebben de lidstaten van het eurogebied de Europese Faciliteit voor financiële stabiliteit (EFSF 1.0) opgezet, die als onderneming in Luxemburg is geregistreerd. De EFSF heeft als voornaamste doel financiële bijstand te verlenen aan de lidstaten van het eurogebied. Als onderdeel van een algemeen bijstandspakket van 750 miljard euro, heeft de EFSF garanties ontvangen van de lidstaten uit het eurogebied voor een bedrag van in totaal 440 miljard euro, dat kan worden uitgeleend aan in moeilijkheden verkerende lidstaten van het eurogebied, mits voldaan wordt aan bepaalde voorwaarden die zijn opgesteld in het kader van een economisch aanpassingsprogramma van EU en IMF.

Uitleencapaciteit

Om de AAA-rating van EFSF-obligaties (zie hieronder) te behouden, is de effectieve uitleencapaciteit in het kader van EFSF 1.0 beperkt tot 255 miljard euro.

Kredietrating

EFSF 1.0 heeft van de kredietbeoordelaars een AAA-rating gekregen. Overeenkomstig de initiële overeenkomst (EFSF 1.0) is dit echter ten koste gegaan van de uitleencapaciteit, die beperkt werd aangezien elke EFSF-lening gedekt moet zijn door: i) garanties van landen met AAA-rating; ii) een bedrag in contanten gelijk aan het desbetreffende deel van de EFSF-kasreserve; iii) een leningsspecifieke kasbuffer. De AAA-rating is in wezen gebaseerd op de volgende vier elementen:

- (1) *Garantiemechanisme*: Krachtens de garantieovereenkomst tussen de lidstaten van het eurogebied moeten deze lidstaten een onherroepelijke en onvoorwaardelijke garantie verlenen voor de te betalen rente en hoofdsom ten aanzien van instrumenten die zijn uitgegeven door de EFSF. Voorts omvat deze garantie maximaal 120% van het aandeel van elke lidstaat van het eurogebied in alle EFSF-verplichtingen (hoofdsom en rente), met als bovengrens de garantieverbintenissen zoals vastgelegd in bijlage 1 bij de EFSF-kaderovereenkomst. Als desondanks tekorten ontstaan, worden deze gedekt uit kasreserves en kasbuffers.
- (2) *Kasreserve*: De middelen worden aan een kredietnemer uitgekeerd zonder dat een vooraf te betalen dienstvergoeding in rekening wordt gebracht. Deze dienstvergoeding wordt berekend als 50 basispunten op de geaggregeerde hoofdsom van elke lening en de netto contante waarde van de rentemarge die tegen het contractuele tarief op elke lening zou worden opgebouwd tot de geplande vervaldatum.
- (3) *Leningsspecifieke kasbuffer*: Telkens wanneer een lening aan een lidstaat wordt verstrekt, moet de EFSF een leningsspecifieke kasbuffer vaststellen met een zodanige omvang dat elke EFSF-lening volledig wordt gedekt door AAA-garanties en een bedrag in contanten gelijk aan het desbetreffende deel van de EFSF-kasreserve plus deze leningsspecifieke kasbuffer.
- (4) *Eventuele aanvullende steun*: Overeenkomstig de EFSF-kaderovereenkomst kan de omvang van het EFSF-programma bij eenparigheid van de stemmen van de garanderende partijen worden gewijzigd. De EFSF-capaciteit kan echter niet onbeperkt worden uitgebreid aangezien de kredietpositie van de garanderende landen dan in gevaar kan komen. Wanneer één garanderend land zijn AAA-rating verliest, loopt de capaciteit van de EFSF terug met het door dit land gegarandeerde bedrag.

Door de EFSF uitgegeven obligaties hebben een risicoweging van nul en komen in aanmerking voor ECB-repo's. De kredietrating van de EFSF kan in negatieve zin worden beïnvloed door een potentiële verslechtering van de kredietwaardigheid van lidstaten van het eurogebied, met name de garanderende landen met AAA-rating. Aangezien de EFSF individueel is gegarandeerd, zou een verlaging van de rating van één garanderend AAA-land de gehele AAA-rating van de EFSF omlaag halen indien er geen verdere kredietversterkingen zouden volgen.

Voorwaarden

De met de EFSF verleende financiële bijstand is gekoppeld aan een programma voor economische aanpassing, dat strenge beleidsvoorwaarden bevat die zijn opgenomen in een memorandum van overeenstemming (MoU) dat de Commissie samen met het begunstigde land en in samenspraak met de ECB en het IMF opstelt.

Besluitvorming

De besluiten om EFSF-middelen uit te keren, worden met eenparigheid van stemmen genomen.

3. Europese Faciliteit voor financiële stabiliteit (EFSF 2.0)

De EFSF-kaderovereenkomst is gewijzigd om de beschikking te krijgen over de volledige uitleencapaciteit van 440 miljard euro.

Uitleencapaciteit

Om de AAA-rating van EFSF-obligaties te behouden (zie hieronder), is de effectieve uitleencapaciteit in het kader van EFSF 2.0 beperkt tot 440 miljard euro.

Kredietrating

EFSF 2.0 heeft van de kredietbeoordelaars een AAA-rating gekregen. Om de effectieve EFSF-uitleencapaciteit op te trekken tot maximaal 440 miljard euro is de EFSF-kaderovereenkomst herzien. Daarbij zijn de garanties van de landen met een AAA-rating verhoogd tot 440 miljard euro. In wezen is de AAA-rating gebaseerd op slechts één element, het garantiemechanisme.

Krachtens deze garantieovereenkomst tussen de lidstaten van het eurogebied moeten deze lidstaten een onherroepelijke en onvoorwaardelijke garantie verlenen voor de te betalen rente en hoofdsom ten aanzien van instrumenten die zijn uitgegeven door de EFSF. Voorts omvat deze garantie maximaal 165% van het aandeel van elke lidstaat van het eurogebied in alle EFSF-verplichtingen (hoofdsom en rente), met als bovengrens de garantieverbintenissen zoals vastgelegd in bijlage 1 bij de EFSF-kaderovereenkomst. De door de EFSF uitgegeven obligaties hebben een risicoweging van nul en komen in aanmerking voor ECB-repo's.

De kredietrating van de EFSF kan in negatieve zin worden beïnvloed door een potentiële verslechtering van de kredietwaardigheid van lidstaten van het eurogebied, met name de garanderende landen met AAA-rating. Aangezien de EFSF individueel is gegarandeerd, zou een verlaging van de rating van één garanderend AAA-land de gehele AAA-rating van de EFSF omlaag halen indien er geen verdere kredietversterkingen zouden volgen.

Voorwaarden

De met de EFSF verleende financiële bijstand is gekoppeld aan strenge beleidsvoorwaarden die zijn opgenomen in een memorandum van overeenstemming (MoU) dat de Commissie samen met het begunstigde land en in samenspraak met de ECB en het IMF opstelt. Naast de verstrekking van leningen in het kader van een macro-economisch aanpassingsprogramma

kan de EFSF ook kredietlijnen toekennen, operaties uitvoeren op de primaire en secundaire obligatiemarkten en buiten de programma's om leningen verstrekken ter herkapitalisering van financiële instellingen.

Besluitvorming

De besluiten om EFSF-middelen uit te keren, worden met eenparigheid van stemmen genomen.

4. Europees stabiliteitsmechanisme (ESM)

Op 24-25 maart 2011 hebben de EU-staatshoofden en regeringsleiders ingestemd met de oprichting van het ESM, een permanent crisisbestrijdingsmechanisme om de euro en de financiële stabiliteit in Europa veilig te stellen. Het ESM wordt de grootste financiële instelling ter wereld met een kapitaal van 700 miljard euro, waarvan 80 miljard zal worden volgestort. Het was oorspronkelijk de bedoeling het ESM in juli 2013 in werking te doen treden, maar naar verwachting zal de startdatum worden vervroegd tot medio 2012.

5. Gezamenlijke obligaties van Duitse deelstaten

Een speciaal segment van de obligatiemarkt van de Duitse deelstaten is dat van de zogenaamde Jumbo's. Dit zijn obligaties die door een groep van Duitse deelstaten worden uitgegeven. Tot nog toe zijn er 38 Jumbo's uitgegeven door syndicaten van vijf tot zeven deelstaten. Een uitzondering daarop is de grote Jumbo van 1997 die is uitgegeven door een syndicaat van tien deelstaten. Tot dusver hebben alle Jumbo's de vorm van klassieke obligaties gehad en lag de gemiddelde emissieomvang iets hoger dan 1 miljard euro, meer dan zeven keer de omvang van de gemiddelde emissie van een afzonderlijke deelstaat. Aan het Jumbo-programma nemen doorgaans deelstaten deel die vrij klein van omvang of bevolking zijn. Jumbo's zijn liquider dan de typische obligaties van deelstaten, waardoor de schatkist van de deelstaten een deel van de liquiditeitsrisicopremie kunnen besparen, vergeleken bij de vrij kleine emissies van deelstaten afzonderlijk. Vanuit beleggingsoogpunt is een Jumbo een gestructureerde obligatie die bestaat uit afzonderlijke vorderingen op de deelnemende deelstaten, overeenkomstig hun aandeel in de gezamenlijke uitgifte. Die deelstaten zijn dus individueel maar niet gezamenlijk aansprakelijk voor de emissie.

Kenmerken van de obligaties

- Uitgiftefrequentie: doorgaans 2-3 emissies per jaar
- Looptijden: 5-10 jaar
- Omvang: 1-1,5 miljard euro
- Eén deelstaat coördineert de emissie en treedt op als betalingsagent.

Kredietrating

De emissies hebben van Fitch een AAA-rating gekregen omdat Fitch tot voor kort aan alle Duitse deelstaten een AAA-rating gaf vanwege de Länderfinanzausgleich (een compensatiemechanisme op basis van solidariteit en impliciete garanties tussen de deelstaten en in laatste instantie de centrale overheid). Dit verklaart ook waarom Fitch vaak andere ratings toekende dan andere kredietbeoordelaars. Niet alle Duitse deelstaten krijgen tegenwoordig nog een Fitch-rating.

Volgens Fitch hangt de AAA-rating samen met de individuele kredietwaardigheid van alle zeven Duitse deelstaten die betrokken zijn bij de gezamenlijke emissies. Deze is gebaseerd op de krachtige steunmechanismen die gelden voor alle leden van de Duitse federatie, en op de uitgebreide liquiditeitsfaciliteiten waarover zij kunnen beschikken. Daardoor zijn tijdige betalingen gewaarborgd en staat de kredietwaardigheid van de deelstaten op gelijke hoogte

met die van de Duitse centrale overheid. Fitch merkt op dat de steunmechanismen op uniforme wijze gelden voor alle leden van de Duitse federatie (de centrale overheid en de zestien deelstaten). De verschillen qua economische en financiële prestaties van de deelstaten zijn irrelevant aangezien alle deelstaten in het geval van financiële moeilijkheden gelijkelijk recht hebben op financiële steun van de centrale overheid. De gezamenlijke obligaties van de Duitse deelstaten hebben een risicoweging van nul en komen in aanmerking voor ECB-repo's.

Bijlage 4: Documentatie en marktconventies

Zoals aangegeven in hoofdstuk 4, moeten met het oog op een eventuele invoering van stabiliteitsobligaties bepaalde effectenkenmerken en marktconventies worden vastgesteld. Daarbij valt te denken aan de volgende elementen:

- Jurisdicte voor de emissie van stabiliteitsobligaties: EFSF- en EU/EFSM-obligaties worden uitgegeven overeenkomstig het Engelse recht, maar dat kan in dit geval op politieke weerstand stuiten.
- Looptijdstructuur van effecten: de financieringsstrategie van stabiliteitsobligaties moet worden bepaald met het oog op: i) de ontwikkeling van een benchmarkemissie- en -rendementscurve, en ii) de optimalisering van de financieringskosten, aangezien emissies in sommige segmenten van de rendementscurve duurder zijn dan in andere segmenten. De emissie van kortetermijnpapier (kortlopend schatkistpapier) ter aanvulling van papier met langere looptijd zou de schatkist meer flexibiliteit bieden en zou de toegang tot financiering aanzienlijk vergemakkelijken.
- Coupons types (vast, variabel, nul, inflatiegelinkt): in eerste instantie en om de ontwikkeling van een benchmarkstatus te vergemakkelijken, kan het de voorkeur verdienen zich te concentreren op pure ('plain vanilla') effectenstructuren. Dit zou ook de ontwikkeling van verwante derivaten, en met name opties en futures, vergemakkelijken.
- Beurzen waarop de effecten worden genoteerd: EFSF- en EU/EFSM-obligaties staan momenteel genoteerd aan de beurs van Luxemburg. Voor de stabiliteitsobligaties kan dit te beperkt blijken, hoewel een notering op verschillende beurzen extra kosten mee zal brengen.
- Afwikkelingsconventies: deze conventies moeten worden vastgesteld om de instrumenten aantrekkelijker te maken,. Dit geldt voor kortetermijnpapier met t+1 (om kortetermijndoelen van de schatkist te vergemakkelijken) en voor langer lopende effecten met t+3 (om het risico dat de afwikkeling mislukt, tot een minimum te beperken).
- Strategie om een beleggingsbasis te creëren en te handhaven: er moeten relaties worden ontwikkeld met potentiële beleggers en dus kan het nodig zijn om te bepalen of een groep primary dealers moet worden opgezet, hoe de retailsector wordt geïntegreerd enzovoort.
- Invoering van collectieveactieclausules om een georganiseerde procedure mogelijk te maken voor de oplossing van eventuele toekomstige solvabiliteitsproblemen.

Referenties

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

Barclays Capital Economic Research (2011), Euro Themes, A proposal to restore euro area stability, 18 augustus 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, april 2010

Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Toespraak op de Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, Poros, 8 juli 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, april 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. en W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, mei/juni 2009, blz. 132 – 135

Delpla, J. en von Weizsäcker, J. (2010), The Blue Bond Proposal, *Breugel Policy Briefs 420*, Bruegel, Brussel 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, maart 2009

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

Favero, C.A. en A. Missale (2010), EU Public Debt Management and Eurobonds, Chapter 4 in *Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform*, Europees Parlement, Brussel

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

Giovannini-groep (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, Centrum voor financiële studies, Frankfurt 2009

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

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

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

Monti, M. (2010), A new strategy for the Single Market, At the service of Europe's Economy and society, Rapport voor de Voorzitter van de Europese Commissie, 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 augustus 2011

Prodi, Romano en Alberto Quadrio Curzio (2011), EuroUnionBond ecco ci che va fatto, Il Sole 24 hore, 23 augustus 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 december 2010, <http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union>

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