



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 23.11.2011
COM(2011) 818 τελικό

ΠΡΑΣΙΝΟ ΒΙΒΛΙΟ

σχετικά με τη σκοπιμότητα εισαγωγής Ομολόγων Σταθερότητας

ΠΡΑΣΙΝΟ ΒΙΒΛΙΟ

σχετικά με τη σκοπιμότητα εισαγωγής Ομολόγων Σταθερότητας

1. ΣΚΕΠΤΚΟ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ¹

1.1. Ιστορικό

Στόχος της παρούσας Πράσινης Βίβλου είναι να δρομολογήσει ευρεία δημόσια διαβούλευση σχετικά με την έννοια των Ομολόγων Σταθερότητας με όλους τους συμφεροντούχους και τα ενδιαφερόμενα μέρη, δηλ. τα κράτη μέλη, φορείς της χρηματοπιστωτικής αγοράς, τις ενώσεις του κλάδου της χρηματοπιστωτικής αγοράς, τους πανεπιστημιακούς εντός της ΕΕ και πέραν αυτής καθώς και με το ευρύ κοινό, προκειμένου να μπορέσει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή να προσδιορίσει την ενδεικνυόμενη συνέχεια που θα πρέπει να δώσει στην εν λόγω έννοια.

Στο παρόν έγγραφο αναλύεται η σκοπιμότητα της από κοινού έκδοσης κρατικών ομολόγων (εφεξής «από κοινού έκδοση») μεταξύ των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ και οι απαιτούμενες προϋποθέσεις². Η έκδοση κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ διεξάγεται σήμερα αποκεντρωμένα από τα κράτη μέλη με τη χρήση διάφορων διαδικασιών έκδοσης. Η εισαγωγή της από κοινού έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας αντιστοιχεί σε ομαδοποίηση της κρατικής έκδοσης από τα κράτη μέλη και την κοινή κατανομή των συναφών ροών εσόδων και των δαπανών εξυπηρέτησης του χρέους. Από αυτό θα προκύψει σημαντική αλλαγή της δομής της αγοράς κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ που αποτελεί το μεγαλύτερο τμήμα του συνόλου της χρηματοπιστωτικής αγοράς της ευρωζώνης (βλέπε στο Παράρτημα 1 για λεπτομέρειες σχετικά με τις αγορές κρατικών ομολόγων της ζώνης του ευρώ).

Τα κράτη μέλη συζήτησαν την έννοια της από κοινού έκδοσης για πρώτη φορά στο τέλος της δεκαετίας του 1990 όταν η Ομάδα Giovannini (που συμβούλευσε την Επιτροπή σχετικά με τις εξελίξεις στην κεφαλαιαγορά που σχετίζονταν με το ευρώ) δημοσίευσε έκθεση με πιθανές εναλλακτικές επιλογές για τον συντονισμό της έκδοσης κρατικών χρεογράφων της ευρωζώνης³. Τον Σεπτέμβριο του 2008 το ενδιαφέρον για την από κοινού έκδοση αναζωπυρώθηκε μεταξύ των παραγόντων της αγοράς όταν η Ευρωπαϊκή Ένωση Βασικών Διαπραγματευτών (EPDA) δημοσίευσε έγγραφο προβληματισμού με τίτλο «Κοινό

¹ Στο δημόσιο διάλογο και στη βιβλιογραφία χρησιμοποιείται συνήθως ο όρος «ευρωομόλογα». Η Επιτροπή θεωρεί ότι το κύριο χαρακτηριστικό του εν λόγω μέσου θα είναι η ενισχυμένη χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην ζώνη του ευρώ. Συνεπώς, ευθυγραμμιζόμενη με την ομιλία του προέδρου σχετικά με την πορεία της Ένωσης που εκφωνήθηκε στις 28 Σεπτεμβρίου, η παρούσα Πράσινη Βίβλος αναφέρεται σε «Ομόλογα σταθερότητας».

² Κατ' αρχήν, η από κοινού έκδοση μπορεί να επεκταθεί επίσης και στα κράτη μέλη εκτός ζώνης του ευρώ αλλά κάτι τέτοιο θα συνεπαγόταν κινδύνους όσον αφορά τις ισοτιμίες. Αρκετά κράτη μέλη εκτός ζώνης ευρώ έχουν ήδη μεγάλο μέρος των υποχρεώσεων τους εκπεφρασμένο σε ευρώ με αποτέλεσμα αυτό να μην αποτελεί σημαντικό εμπόδιο. Όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ ενδέχεται να έχουν συμφέρον να συμμετέχουν στα Ομόλογα Σταθερότητας, ιδίως εάν κάτι τέτοιο θα συνέβαλλε στην μείωση και την εξασφάλιση του κόστους χρηματοδότησής τους και θα είχε θετικές επιπτώσεις στην οικονομία μέσω της εσωτερικής αγοράς. Από την άποψη των Ομολόγων Σταθερότητας όσο περισσότερα κράτη μέλη συμμετέχουν τόσο μεγαλύτερες είναι οι πιθανές θετικές επιπτώσεις, που προκύπτουν ιδίως από την αύξηση της ρευστότητας.

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

ευρωπαϊκό κυβερνητικό ομολόγο»⁴. Το εν λόγω έγγραφο επιβεβαίωσε ότι οι αγορές κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης παρέμεναν εξαιρετικά κατακερματισμένες 10 σχεδόν χρόνια μετά την εισαγωγή του ευρώ και ανέλυσε τα υπέρ και τα κατά της από κοινού έκδοσης. Το 2009 οι υπηρεσίες της Επιτροπής ανέλυσαν επίσης το ζήτημα της από κοινού έκδοσης στην έκθεση EMU@10.

Η εντατικοποίηση της κρίσης δημόσιου χρέους της ευρωζώνης προκάλεσε ευρύτερη συζήτηση σχετικά με τη σκοπιμότητα της από κοινού έκδοσης⁵. Σημαντικός αριθμός πολιτικών προσωπικοτήτων, αναλυτών της αγοράς και πανεπιστημιακών υποστήριξαν την ιδέα της από κοινού έκδοσης ως δυναμικά ισχυρού μέσου αντιμετώπισης των περιορισμών της ρευστότητας σε αρκετά κράτη μέλη της ευρωζώνης. Βάσει των ανωτέρω, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ζήτησε από την Επιτροπή να διερευνήσει την σκοπιμότητα της από κοινού έκδοσης στο πλαίσιο της έγκρισης του νομοθετικού πακέτου για την οικονομική διακυβέρνηση της ευρωζώνης, υπογραμμίζοντας ότι η από κοινού έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας θα απαιτούσε επίσης περαιτέρω κινήσεις προς μια κοινή οικονομική και δημοσιονομική πολιτική⁶.

Παρόλο που η από κοινού έκδοση έχει θεωρηθεί τυπικά ως πιο μακροπρόθεσμη δυνατότητα, η πιο πρόσφατη συζήτηση επικεντρώθηκε στα δυναμικά βραχυπρόθεσμα οφέλη ως τρόπο ελάφρυνσης της καταπόνησης στη αγορά κρατικών χρεογράφων. Σε αυτό το πλαίσιο, η εισαγωγή Ομολόγων Σταθερότητας δεν θα αποτελέσει το τελικό στάδιο μιας διαδικασίας περαιτέρω οικονομικής και δημοσιονομικής σύγκλισης αλλά θα υλοποιηθεί παράλληλα με την περαιτέρω σύγκλιση και θα ενισχύσει τη θέσπιση και την εφαρμογή του αναγκαίου πλαισίου για την εν λόγω σύγκλιση. Η εν λόγω παράλληλη προσέγγιση θα απαιτήσει άμεση και αποφασιστική πρόοδο στη διαδικασία της οικονομικής, χρηματοπιστωτικής και πολιτικής ενοποίησης στην ευρωζώνη.

Το Ομολόγο Σταθερότητας θα διαφέρει από τα υφιστάμενα μέσα από κοινού έκδοσης. Τα Ομολόγα Σταθερότητας θα αποτελέσουν μέσο που θα προορίζεται για την καθημερινή χρηματοδότηση της γενικής κυβέρνησης της ζώνης του ευρώ μέσω της από κοινού έκδοσης.

⁴ Βλέπε «A European Primary Dealers Association Report Points to the Viability of a Common European Government Bond», <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436>.

⁵ Βλέπε Παράρτημα 2 για επισκόπηση των αναλυτικών συνεισφορών στην συζήτηση για τα Ομολόγα Σταθερότητας.

⁶ Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 6ης Ιουλίου 2011 σχετικά με τη χρηματοπιστωτική, οικονομική και κοινωνική κρίση: στις συστάσεις σχετικά με τα μέτρα και τις πρωτοβουλίες που θα πρέπει να αναληφθούν ((2010/2242(INI)) αναφέρεται ότι: «...13. ζητεί από την Επιτροπή να μελετήσει ένα μελλοντικό σύστημα ευρωομολόγων, με σκοπό να προσδιορίσει τις συνθήκες υπό τις οποίες ένα τέτοιο σύστημα θα ήταν επωφελές για όλα τα συμμετέχοντα κράτη μέλη και για την Ευρωζώνη συνολικά· επισημαίνει ότι τα ευρωομολόγα θα προσέφεραν μια βιώσιμη εναλλακτική απέναντι στην αγορά ομολόγων σε αμερικανικά δολάρια και θα μπορούσαν να προωθήσουν την ολοκλήρωση της ευρωπαϊκής αγοράς κρατικού χρέους, τη μείωση του κόστους δανεισμού, την αύξηση της ρευστότητας, τη δημοσιονομική πειθαρχία και τη συμμόρφωση προς το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΣΣΑ), καθώς και την εφαρμογή συντονισμένων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, και να προσδώσουν σταθερότητα στις κεφαλαιαγορές, γεγονός που θα ενίσχυε την αντίληψη για το ευρώ ως παγκόσμιο «ασφαλές καταφύγιο»: υπενθυμίζει ότι η κοινή έκδοση ευρωομολόγων απαιτεί ένα ακόμα βήμα στην κατεύθυνση μιας κοινής οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής».

14. τονίζει συνεπώς ότι, όταν εκδοθούν ευρωομολόγα, θα πρέπει να περιοριστεί η έκδοση σε ποσοστό χρέους ίσο προς 60 % του ΑΕΠ, με ευθύνη αλληλέγγυα και εις ολόκληρον, σαν δημόσιο χρέος αυξημένης εξασφάλισης, και να συνδεθεί με κίνητρα για τη μείωση του δημόσιου χρέους στο επίπεδο αυτό· υποστηρίζει ότι ο γενικότερος στόχος των ευρωομολόγων πρέπει να είναι η μείωση του δημόσιου χρέους και η αποφυγή του ηθικού κινδύνου, καθώς και η πρόληψη της κερδοσκοπίας σε βάρος του ευρώ· σημειώνει ότι η πρόσβαση στα ευρωομολόγα αυτά θα προϋπέθετε την αποδοχή και την εφαρμογή μετρήσιμων προγραμμάτων για τη μείωση του χρέους».

Από την άποψη αυτή πρέπει να διαφοροποιούνται από άλλα ομόλογα κοινής έκδοσης στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στη ζώνη του ευρώ, όπως τα ομόλογα για την χρηματοδότηση εξωτερικής βοήθειας προς τα κράτη μέλη και τρίτες χώρες⁷. Κατά συνέπεια, η κλίμακα της έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας θα είναι πολύ μεγαλύτερη και πιο συνεχής σε σχέση με τις υφιστάμενες μορφές ομολόγων εθνικής ή από κοινού έκδοσης.

Η έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί κεντρικά από έναν ενιαίο φορέα ή να παραμείνει αποκεντρωμένη σε εθνικό επίπεδο με στενό συντονισμό μεταξύ των κρατών μελών. Η κατανομή των ροών εσόδων και των δαπανών εξυπηρέτησης του χρέους που συνδέονται με τα Ομόλογα Σταθερότητας θα αντανακλούν τα αντίστοιχα μερίδια έκδοσης των κρατών μελών. Ανάλογα με την επιλεγείσα προσέγγιση όσον αφορά την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας, τα κράτη μέλη θα μπορούν να αποδέχονται από κοινού και εις ολόκληρον την ευθύνη για το σύνολο ή μέρος των συναφών δαπανών εξυπηρέτησης του χρέους, με αποτέλεσμα την αντίστοιχη ομαδοποίηση του πιστωτικού κινδύνου.

Πολλές από τις επιπτώσεις των Ομολόγων Σταθερότητας υπερβαίνουν κατά πολύ την τεχνική πλευρά και θίγουν ζητήματα που σχετίζονται με την εθνική κυριαρχία και την διαδικασία της οικονομικής και πολιτικής ενοποίησης. Στα εν λόγω ζητήματα συμπεριλαμβάνεται ο ενισχυμένος συντονισμός της οικονομικής πολιτικής και διακυβέρνησης, ο υψηλότερος βαθμός οικονομικής σύγκλισης, καθώς και υπό ορισμένες εναλλακτικές επιλογές η ανάγκη για τροποποιήσεις των Συνθηκών. Όσο περισσότερο ομαδοποιηθεί ο πιστωτικός κίνδυνος μεταξύ των χωρών, τόσο χαμηλότερη θα είναι η μεταβλητότητα αλλά και η πειθαρχία της αγοράς σε κάθε χώρα χωριστά. Κατά συνέπεια, η δημοσιονομική σταθερότητα θα πρέπει να εξαρτηθεί περισσότερο από την πειθαρχία που θα εξασφαλίζεται από πολιτικές διεργασίες. Επίσης, ορισμένες από τις προϋποθέσεις για την επιτυχία των Ομολόγων Σταθερότητας, όπως ο μεγαλύτερος βαθμός πολιτικής σταθερότητας και προβλεψιμότητας ή η έκταση υποστήριξης των νομισματικών αρχών, υπερβαίνουν κατά πολύ τον πιο τεχνικό τομέα.

Κάθε τύπος Ομολόγου Σταθερότητας θα πρέπει να συνοδεύεται από ουσιαστικά ενισχυμένη δημοσιονομική επιτήρηση και συντονισμό πολιτικής που θα αποτελούν ουσιαστικό αντισταθμισμα προκειμένου να αποφευχθεί ο ηθικός κίνδυνος και να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα των δημοσίων οικονομικών και να υποστηριχτεί η ανταγωνιστικότητα και η μείωση των βλαβερών μακροοικονομικών ανισορροπιών.

Αυτό θα επηρεάσει αναγκαστικά την δημοσιονομική εθνική κυριαρχία, και γι' αυτό απαιτείται εκτεταμένος διάλογος στα κράτη μέλη της ευρωζώνης.

Δεδομένου ότι τα ζητήματα αυτά απαιτούν εξέταση σε βάθος, η Επιτροπή εκδίδει το παρόν έγγραφο προκειμένου να δρομολογηθεί η αναγκαία διαδικασία της πολιτικής συζήτησης και της δημόσιας διαβούλευσης σχετικά με την σκοπιμότητα και της προϋποθέσεις εισαγωγής των Ομολόγων Σταθερότητας.

1.2. Σκεπτικό

Η συζήτηση για την από κοινού έκδοση έχει προχωρήσει σημαντικά από την καθιέρωση του ευρώ. Αρχικά, το σκεπτικό για την από κοινού έκδοση εστιάστηκε κυρίως στα οφέλη της ενισχυμένης αποδοτικότητας της αγοράς μέσω της ενισχυμένης ρευστότητας στην αγορά

⁷ Π.χ. τα ομόλογα που εκδίδει η Επιτροπή στο πλαίσιο του μηχανισμού για τη στήριξη του ισοζυγίου πληρωμών / του EFSM και τα ομόλογα που εκδίδει η EFSF ή τα ομόλογα για την χρηματοδότηση έργων υποδομής μεγάλης κλίμακας διακρατικής διάστασης (π.χ. ομόλογα έργου που πιθανόν να εκδώσει η Επιτροπή). Οι διάφοροι τύποι από κοινού έκδοσης και τα άλλα μέσα που μοιάζουν με τα Ομόλογα Σταθερότητας αναλύονται στο παράρτημα 3.

κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης και στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ευρύτερης ευρωζώνης. Πιο πρόσφατα, στο πλαίσιο της συνεχιζόμενης κρίσης δημόσιου χρέους, το επίκεντρο της συζήτησης μετακινήθηκε σε ζητήματα σταθερότητας. Βάσει των ανωτέρω, τα κύρια οφέλη της από κοινού έκδοσης μπορούν να προσδιοριστούν ως εξής:

1.2.1. Διαχείριση της τρέχουσας κρίσης και πρόληψη μελλοντικών κρίσεων δημόσιου χρέους

Η προοπτική των Ομολόγων Σταθερότητας μπορεί δυνητικά να αμβλύνει την τρέχουσα κρίση δημόσιου χρέους, δεδομένου ότι τα κράτη μέλη υψηλής απόδοσης θα μπορούσαν να επωφεληθούν από την ισχυρότερη πιστοληπτική ικανότητα των κρατών μελών χαμηλής απόδοσης. Ακόμη και αν η εισαγωγή των Ομολόγων Σταθερότητας απαιτήσει κάποιο χρόνο (βλέπε τμήμα 2), η εκ των προτέρων συμφωνία σχετικά με την από κοινού έκδοση μπορεί να έχει επιπτώσεις στις προσδοκίες των αγορών και κατά συνέπεια να προκαλέσει μείωση του μέσου και του οριακού κόστους χρηματοδότησης για τα κράτη μέλη εκείνα που αντιμετωπίζουν σήμερα πιέσεις όσον αφορά την χρηματοδότηση. Ωστόσο, προκειμένου το εν λόγω φαινόμενο να διαρκέσει, ο χάρτης πορείας προς τα κοινά ομόλογα θα πρέπει να συνοδευτεί από παράλληλες δεσμεύσεις για ισχυρότερη οικονομική διακυβέρνηση που με τη σειρά τους θα διασφαλίσουν ότι θα αναληφθούν οι αναγκαίες δημοσιονομικές και διαρθρωτικές προσαρμογές για να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών.

1.2.2. Ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην ζώνη του ευρώ

Τα Ομόλογα Σταθερότητας θα καταστήσουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ευρωζώνης ανθεκτικότερο σε μελλοντικά δυσμενή πλήγματα ενισχύοντας με τον τρόπο αυτό την χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Τα Ομόλογα Σταθερότητας θα εξασφαλίσουν σε όλα τα συμμετέχοντα κράτη μέλη πιο σίγουρη πρόσβαση σε επαναχρηματοδότηση, προλαμβάνοντας την ξαφνική απώλεια της πρόσβασης στην αγορά λόγω αδικαιολόγητης απροθυμίας ανάληψης κινδύνων ή/και αγελαίας συμπεριφοράς των επενδυτών. Κατά συνέπεια, τα Ομόλογα Σταθερότητας θα συμβάλλουν στην ομαλοποίηση της ρευστότητας της αγοράς και στον περιορισμό ή απάλειψη της ανάγκης για δαπανηρά μέτρα υποστήριξης και διάσωσης των κρατών μελών που αποκλείονται προσωρινά από την χρηματοδότηση της αγοράς. Οι θετικές επιπτώσεις των εν λόγω ομολόγων εξαρτώνται από την διαχείριση των δυνητικών αντικινήτρων όσον αφορά την δημοσιονομική πειθαρχία. Η πτυχή αυτή θα αναλυθεί λεπτομερώς στο τμήμα 1.3 και στο τμήμα 3.

Το τραπεζικό σύστημα της ευρωζώνης θα επωφεληθεί από την διαθεσιμότητα των Ομολόγων σταθερότητας. Οι τράπεζες κατέχουν κατά κανόνα μεγάλα ποσά σε κρατικά ομόλογα ως επενδύσεις χαμηλού κινδύνου, χαμηλής μεταβλητότητας και ρευστότητας. Τα κρατικά ομόλογα χρησιμεύουν επίσης ως αποθέματα ρευστότητας, επειδή μπορούν να πωληθούν σε σχετικά σταθερές τιμές ή μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εγγυήσεις για εργασίες επαναχρηματοδότησης. Ωστόσο, είναι προφανές ότι υφίσταται εγχώρια μεροληψία όσον αφορά τα διαθέσιμα κρατικά ομόλογα των τραπεζών, γεγονός που δημιουργεί σημαντική σχέση μεταξύ των ισολογισμών τους και του ισολογισμού του εγχώριου δημόσιου χρέους. Εάν η δημοσιονομική κατάσταση του εγχώριου δημόσιου χρέους υποβαθμιστεί σημαντικά, η ποιότητα των διαθέσιμων εγγυήσεων του εγχώριου τραπεζικού συστήματος υποβαθμίζεται αναπόφευκτα, εκθέτοντας κατά συνέπεια τις τράπεζες σε κίνδυνο επαναχρηματοδότησης τόσο στην διατραπεζική αγορά όσο και κατά την πρόσβαση στους μηχανισμούς του ευρωσυστήματος. Τα Ομόλογα Σταθερότητας θα εξασφαλίσουν πηγή ισχυρότερων εγγυήσεων για όλες τις τράπεζες στην ζώνη του ευρώ, περιορίζοντας την ευπάθειά τους στις επιδεινούμενες αξιολογήσεις πιστωτικού κινδύνου των μεμονωμένων κρατών μελών. Παρομοίως, άλλοι θεσμικοί επενδυτές (π.χ. εταιρείες ασφαλειών ζωής και ταμεία συνταξιοδότησης) που τείνουν να κατέχουν σχετικά υψηλό μερίδιο εγχώριων

κρατικών ομολόγων, θα επωφεληθούν από έναν πιο ομοιογενή και ισχυρό πόρο υπό τη μορφή των Ομολόγων Σταθερότητας.

1.2.3. Διευκόλυνση της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής

Τα Ομόλογα Σταθερότητας θα διευκολύνουν την μετάδοση της νομισματικής πολιτικής της ευρωζώνης. Η κρίση δημόσιου χρέους επηρέασε δυσμενώς τον διάυλο μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής, δεδομένου ότι οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων διαφοροποιήθηκαν έντονα σε εξαιρετικά μεταβλητές αγορές. Σε ορισμένες ακραίες περιπτώσεις, η λειτουργία των αγορών υπονομεύτηκε και η ΕΚΤ υποχρεώθηκε να επέμβει μέσω του προγράμματος για την αγορά κινητών αξιών. Με τα Ομόλογα Σταθερότητας θα δημιουργηθεί μεγαλύτερη ομάδα ασφαλών και ρευστοποιήσιμων πόρων. Αυτό θα συμβάλλει στην εξασφάλιση της ομαλής και συνεπούς μετάδοσης των νομισματικών προϋποθέσεων που καθορίζει η ΕΚΤ μέσω της αγοράς κρατικών ομολόγων στις δαπάνες δανεισμού των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών και τελικά στη συνολική ζήτηση.

1.2.4. Βελτίωση της αποτελεσματικότητας της αγοράς

Με τα Ομόλογα Σταθερότητας θα προωθηθεί η αποτελεσματικότητα στην αγορά κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης και του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρύτερης ευρωζώνης. Η έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας θα δώσει τη δυνατότητα δημιουργίας μιας μεγάλης και εξαιρετικά ρευστής αγοράς, με ενιαία απόδοση αναφοράς σε αντίθεση με την υφιστάμενη κατάσταση των πολλαπλών αποδόσεων αναφοράς ανάλογα με τη χώρα. Η ρευστότητα και η υψηλή πιστωτική ποιότητα της αγοράς των Ομολόγων Σταθερότητας θα εξασφαλίσουν χαμηλές αποδόσεις αναφοράς που θα αντιπροσωπεύουν αντίστοιχα χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο και προσαυξήσεις λόγω υψηλής ρευστότητας (βλέπε Πλαίσιο 1). Ένα ενιαίο σύνολο «ακίνδυνων» αποδόσεων αναφοράς Ομολόγων Σταθερότητας για όλες τις προθεσμίες λήξης θα συμβάλλει στην ευρύτερη ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων, προωθώντας την έκδοση από μη κρατικούς εκδότες, π.χ. εταιρείες, δήμους και χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Η διαθεσιμότητα σημείου αναφοράς ρευστότητας για την ευρωζώνη θα διευκολύνει επίσης και την λειτουργία πολλών αγορών παραγώγων που έχουν εκφραστεί σε ευρώ. Η εισαγωγή των Ομολόγων Σταθερότητας θα μπορούσε να αποτελέσει περαιτέρω καταλύτη για την ενοποίηση του ευρωπαϊκού διακανονισμού αξιογράφων παράλληλα με την προγραμματισμένη εισαγωγή του πανευρωπαϊκού κοινού συστήματος διακανονισμού Target2/Τίτλοι (T2S) της ΕΚΤ και με ενδεχόμενα περαιτέρω κανονιστικά μέτρα σε επίπεδο ΕΕ. Με τους εν λόγω διάφορους τρόπους, η εισαγωγή των Ομολόγων Σταθερότητα θα μπορούσε να έχει ως αποτέλεσμα χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης τόσο για τον δημόσιο όσο και τον ιδιωτικό τομέα στη ζώνη του ευρώ με αποτέλεσμα την ενίσχυση του δυναμικού μακροπρόθεσμης ανάπτυξης της οικονομίας.

Πλαίσιο 1: Η αναμενόμενη απόδοση των Ομολόγων Σταθερότητας – τα εμπειρικά στοιχεία

Η εισαγωγή των Ομολόγων Σταθερότητας θα πρέπει να ενισχύσει την ρευστότητα στις αγορές κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης με αποτέλεσμα να μειωθεί η προσαύξηση ρευστότητας που χρεώνουν εμμέσως οι επενδυτές προκειμένου να κατέχουν κρατικά ομόλογα. Στο παρόν πλαίσιο επιχειρείται η ποσοτικοποίηση του κόστους που θα εξοικονομηθεί ενδεχομένως λόγω χαμηλότερης προσαύξησης ρευστότητας. Μια δεύτερη συνιστώσα της αναμενόμενης απόδοσης των Ομολόγων Σταθερότητας, συγκεκριμένα το ενδεχόμενο ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου, αποδείχτηκε πιο αμφιλεγόμενη. Αμφότερα τα ασφάλιστρα ρευστότητας και πιστωτικού κινδύνου για το Ομόλογο Σταθερότητας θα εξαρτηθούν κατά κρίσιμο τρόπο από τις εναλλακτικές επιλογές που θα υιοθετηθούν όσον αφορά τη δομή και τις εγγυήσεις των εν λόγω ομολόγων.

Αρκετές εμπειρικές αναλύσεις συνέκριναν τις αποδόσεις υποθετικών ομολόγων κοινής έκδοσης με την μέση απόδοση υφιστάμενων ομολόγων. Στις εν λόγω αναλύσεις υποτίθεται ότι δεν υφίσταται μείωση του ασφάλιστρου ρευστότητας ούτε αύξηση του πιστωτικού κινδύνου λόγω της από κοινού έκδοσης πέρα από τις μέσες αξιολογήσεις των κρατών μελών. Ο Carstensen (2011) εκτίμησε ότι η απόδοση κοινών ομολόγων, ακόμη και ως απλά ο σταθμισμένος μέσος όρος των επιτοκίων των κρατών μελών, θα είναι 2 εκατοστιαίες μονάδες πάνω από το δεκαετές γερμανικό ομόλογο Bund. Το συμπέρασμα μιας άλλης εκτίμησης (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011)) ήταν ότι η διαφορά της απόδοσης από εκείνη των γερμανικών Bund θα μπορούσε να είναι 0,5 έως 0,6 τοις εκατό. Η λογική στην οποία στηρίζονται τα παραπάνω είναι ότι καθοριστικό ρόλο στον καθορισμό των επιτοκιακών διαφορών (spreads) των κρατικών ομολόγων παίζουν δημοσιονομικοί παράγοντες. Από δημοσιονομικής πλευράς τα συγκεντρωτικά μεγέθη της ευρωζώνης θα είναι συγκρίσιμα με εκείνα της Γαλλίας· συνεπώς η απόδοση των κοινών ομολόγων θα ισούται χονδρικά με εκείνη των γαλλικών ομολόγων. Από μια ανάλυση της J.P Morgan (2011), στην οποία χρησιμοποιείται παρόμοια προσέγγιση, προκύπτει παρόμοιο εύρος τιμών περίπου 0,5 έως 0,6 τοις εκατό. Μια περαιτέρω ανάλυση προς την ίδια κατεύθυνση από την γαλλική τράπεζα NATIXIS (2011) υποδεικνύει ότι τα κοινά ομόλογα θα μπορούσαν να αποτιμηθούν κατά 20 σημεία βάσης πάνω από υφιστάμενα ομόλογα με χαρακτηρισμό AAA. Οι Favero και Missale (2010) υποστηρίζουν ότι οι αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων, διορθωμένων με βάση το ασφάλιστρο συναλλαγματικής ισοτιμίας, αποτελούν καλό σημείο αναφοράς για τις αποδόσεις των κοινών ομολόγων, επειδή τα εν λόγω ομόλογα θα έχουν ως στόχο την εξομοίωση των αγορών ομολόγων της ευρωζώνης με τις αγορές των ΗΠΑ από πλευράς πιστωτικού κινδύνου και ρευστότητας. Διαπιστώνουν ότι κατά τα έτη που προηγήθηκαν της χρηματοπιστωτικής κρίσης το μειονέκτημα όσον αφορά την απόδοση των γερμανικών έναντι των αμερικανικών κρατικών ομολόγων ήταν γύρω στα 40 σημεία βάσης, κάτι που θα μπορούσε να αντιστοιχεί στο κέρδος ρευστότητας που επιτυγχάνεται από την έκδοση κοινών ομολόγων με βάση τους ίδιους όρους με εκείνους των αμερικανικών ομολόγων.

Προκειμένου να εκτιμηθούν τα εφικτά κέρδη όσον αφορά το ασφάλιστρο ρευστότητας, η Επιτροπή πραγματοποίησε στατιστική ανάλυση κάθε έκδοσης κρατικών ομολόγων στην ζώνη του ευρώ μετά το 1999. Το μέγεθος της έκδοσης χρησιμοποιείται ως προσεγγιστική αποτίμηση της ρευστότητας κάθε ομολόγου (δεδομένου ότι είναι ο ευρύτερα διαθέσιμος δείκτης ακόμη και αν ενδέχεται να υποτιμά το δυνητικό κέρδος στα ασφάλιστρα ρευστότητας) και ο συντελεστής αναγωγής καθορίζει το εφικτό κέρδος της έκδοσης μεγαλύτερου όγκου ομολόγων⁸. Ένας πρώτος υπολογισμός βάσει μοντέλου πραγματοποιείται χρησιμοποιώντας στοιχεία από κράτη μέλη της ευρωζώνης με χαρακτηρισμό AAA (αναφέρονται ως AAA στον πίνακα) και ένας δεύτερος υπολογισμός βάσει μοντέλου γίνεται χρησιμοποιώντας στοιχεία από όλα τα διαθέσιμα κράτη μέλη της ευρωζώνης (αναφέρονται ως AA). Στον δεύτερο υπολογισμό βάσει μοντέλου συνεκτιμάται και η αξιολόγηση κάθε έκδοσης. Από τους υπολογισμούς προκύπτει ότι όλοι οι συντελεστές είναι σημαντικοί σε συμβατικά επίπεδα και 70 έως 80% της διακύμανσης εξηγείται από την εκτίμηση.

Πίνακας: Υπολογισμοί βάσει μοντέλου και αναμενόμενη μείωση της απόδοσης λόγω μικρότερου ασφαλιστρου ρευστότητας

	<i>Ιστορικός μέσος όρος 1999-2011</i>			<i>Συνθήκες της αγοράς το 2011</i>		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Απόδοση (%) – βάσει μοντέλου	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Αλλαγή της απόδοσης σε σχέση με το μέγεθος της αγοράς των ΗΠΑ	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

⁸ Τα μεγέθη έκδοσης όπως καταγράφονται από την Dealogic έχουν προσαρμοστεί για να περιλαμβάνουν το μέγεθος συναφών εκδόσεων με παρόμοια ημερομηνία λήξης και διακανονισμού. Για να ληφθούν υπόψη οι διαφορές σε χρονοεξαρτώμενες συνθήκες της αγοράς εισάγονται μεταβλητές για τις επιπτώσεις του ύψους του επιτοκίου (του διευτούς επιτοκίου ανταλλαγής) και της διάρθρωσης των προθεσμιών (διαφορά μεταξύ δεκαετούς επιτοκίου και διευτούς επιτοκίου ανταλλαγής) που ισχύουν κατά το χρόνο κάθε έκδοσης.

Για να επιτευχθεί το κέρδος στο ασφάλιστρο ρευστότητας, οι συντελεστές του υπολογισμού βάσει μοντέλου χρησιμοποιήθηκαν για την προσομοίωση της δυνητικής μείωσης των αποδόσεων των ομολόγων που εκδόθηκαν ως μέρος εκδόσεων αμερικανικών ομολόγων μέσου μεγέθους και όχι ως μέρος ομολόγων της ευρωζώνης μέσου όγκου. Κατά συνέπεια το μέγεθος των εκδόσεων αμερικανικών ομολόγων χρησιμεύει ως δείκτης της ενδεχόμενης δυνητικής ρευστότητας της αγοράς Ομολόγων Σταθερότητας. Στο πλαίσιο μιας πρώτης σειράς υπολογισμών το πλεονέκτημα της ρευστότητας προέκυψε από τον ιστορικό μέσο όρο των αποδόσεων «χαρτοφυλακίου» από το 1999. Για λόγους σύγκρισης οι ίδιοι υπολογισμοί έγιναν χρησιμοποιώντας ως υπόθεση τις συνθήκες που ίσχυαν στην αγορά το καλοκαίρι του 2011.

Από τη δεύτερη γραμμή του πίνακα προκύπτει ότι η αύξηση της απόδοσης λόγω μεγαλύτερου όγκου έκδοσης θα ανήκει στο εύρος τιμών από 10 έως 20 σημεία βάσης για την ζώνη του ευρώ, ανάλογα με την επιτευχθείσα πιστωτική αξιολόγηση, αλλά θα είναι μάλλον ανεξάρτητη από το εάν χρησιμοποιήθηκαν οι παρελθούσες ή οι πρόσφατες συνθήκες της αγοράς. Η αντίστοιχη αύξηση της απόδοσης για την Γερμανία για ήταν γύρω στα 7 σημεία βάσης. Οι προσομοιώσεις αποδεικνύουν ότι η αναμενόμενη αύξηση του ασφάλιστρο ρευστότητας είναι μάλλον περιορισμένη και μειώνεται για τα κράτη μέλη που επωφελούνται ήδη από υψηλότερη αξιολόγηση.

Αν και είναι προφανές ότι τα κράτη μέλη που απολαμβάνουν επί του παρόντος υψηλές αποδόσεις θα ωφεληθούν τόσο από την ομαδοποίηση του πιστωτικού κινδύνου και από την βελτιωμένη ρευστότητα των κοινών ομολόγων, τα κράτη μέλη χαμηλής απόδοσης προς το παρόν θα επωφεληθούν από υψηλότερες αποδόσεις ελλείψει οιασδήποτε βελτιώσεων όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο των υφιστάμενων εκδόσεων υψηλής απόδοσης. Κατ' αρχήν είναι δυνατόν να αναδιανεμηθούν τα κέρδη που συνδέονται με το ασφάλιστρο ρευστότητας μέσω αντισταθμιστικών άτυπων πληρωμών, αλλά ελλείψει καλύτερης διακυβέρνησης το σύνολο της πιστοληπτικής ικανότητας του χρέους της ζώνης του ευρώ μπορεί στην πραγματικότητα να επιδεινωθεί λόγω της ασθενέστερης πειθαρχίας της αγοράς στην έκταση που τα κράτη μέλη τα οποία σήμερα γνωρίζουν χαμηλές αποδόσεις ενδέχεται να αντιμετωπίσουν αυξημένο κόστος χρηματοδότησης.

1.2.5. Ενίσχυση του ρόλου του ευρώ στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα

Τα Ομόλογα Σταθερότητας θα διευκολύνουν τις επενδύσεις χαρτοφυλακίου σε ευρώ και θα συμβάλλουν στη δημιουργία ενός πιο ισορροπημένου παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα μεγέθη της αγοράς των κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ (Treasury bonds) και της συνολικής αγοράς κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης είναι συγκρίσιμα, αλλά ο κατακερματισμός των ομολόγων που έχουν εκδοθεί σε ευρώ σημαίνει ότι διατίθενται πολύ περισσότερα αμερικανικά κρατικά ομόλογα σε σχέση με τα μεμονωμένα εθνικά κρατικά ομόλογα στην ζώνη του ευρώ. Κατά μέσο όρο από το 1999, ο όγκος των εκδοθέντων δεκαετών κρατικών ομολόγων ΗΠΑ ήταν σχεδόν διπλάσιος από τον όγκο των γερμανικών ομολόγων Bund και ακόμη μεγαλύτερος από τα ομόλογα που εκδόθηκαν από οποιοδήποτε άλλο κράτος μέλος της ΕΕ. Βάσει των διαθέσιμων στοιχείων, ο όγκος των συναλλαγών στην αγορά άμεσης παράδοσης κρατικών ομολόγων ΗΠΑ είναι επίσης πολλαπλάσιος από τον όγκο των συναλλαγών στην αντίστοιχη αγορά της ευρωζώνης, όπου η ρευστότητα έχει μετακινηθεί προς το τμήμα των παραγώγων. Η υψηλή ρευστότητα αποτελεί έναν από τους παράγοντες που συμβάλλουν στον ηγετικό και προνομιούχο ρόλο που παίζουν τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα (με την υποστήριξη του δολαρίου ΗΠΑ ως του μόνου παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος), με αποτέλεσμα να προσελκύει τους θεσμικούς επενδυτές. Κατά συνέπεια, η έκδοση μεγαλύτερων όγκων και η συμμετοχή στην έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας περισσότερων δευτερογενών αγορών ρευστότητας θα ενισχύσει την θέση του ευρώ ως διεθνούς αποθεματικού νομίσματος.

1.3. Προϋποθέσεις

Παρόλο που από τα Ομόλογα Σταθερότητας θα προκύψουν σημαντικά οφέλη όσον αφορά την χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την οικονομική απόδοση, εξαιρετική σημασία έχει η αντιμετώπιση των δυνητικών μειονεκτημάτων. Προς το σκοπό αυτό θα πρέπει να πληρούνται σημαντικές οικονομικές, νομικές και τεχνικές προϋποθέσεις. Οι εν λόγω προϋποθέσεις που ενδέχεται να απαιτήσουν αλλαγές της Συνθήκης και ουσιαστικές προσαρμογές της θεσμικής διάρθρωσης της ΟΝΕ και της Ευρωπαϊκής Ένωσης αναλύονται κατωτέρω.

1.3.1. Περιορισμός του ηθικού κινδύνου

Τα Ομόλογα Σταθερότητας δεν πρέπει να έχουν ως αποτέλεσμα περιορισμό της δημοσιονομικής πειθαρχίας στα κράτη μέλη της ευρωζώνης. Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της περιόδου που μεσολάβησε από την καθιέρωση του ευρώ ήταν η ασυνέπεια της πειθαρχίας της αγοράς όσον αφορά την δημοσιονομική πολιτική των συμμετεχόντων κρατών μελών. Ο υψηλός βαθμός σύγκλισης στις αποδόσεις των ομολόγων της ευρωζώνης κατά την πρώτη δεκαετία του ευρώ δεν δικαιολογείτο, αναδρομικά, από τις δημοσιονομικές επιδόσεις των κρατών μελών. Η διόρθωση από το 2009 και μετά υπήρξε απότομη με ενδεχομένως κάποια δόση υπερβολής. Παρά την εν λόγω ασυνέπεια, οι πλέον πρόσφατες εμπειρίες επιβεβαιώνουν το γεγονός ότι οι αγορές είναι σε θέση να επιβάλλουν πειθαρχία στις εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές της ζώνης του ευρώ. Με ορισμένες μορφές των Ομολόγων Σταθερότητας η εν λόγω πειθαρχία θα περιοριστεί ή θα απολεσθεί πλήρως αφού τα κράτη μέλη της ευρωζώνης θα ομαδοποιήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο για το σύνολο ή μέρος του δημόσιου χρέους τους με αποτέλεσμα να προκύπτει δυνητικός ηθικός κίνδυνος. Ο ηθικός κίνδυνος που είναι έμφυτος στις κοινές εκδόσεις οφείλεται στο γεγονός ότι ο πιστωτικός κίνδυνος που προκύπτει από την μεμονωμένη έλλειψη δημοσιονομικής πειθαρχίας θα κατανέμεται από κοινού σε όλους τους συμμετέχοντες.

Λεδομένου ότι η έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας ενδέχεται να εξασθενήσει την πειθαρχία της αγοράς, θα απαιτηθούν σημαντικές αλλαγές του πλαισίου της οικονομικής διακυβέρνησης της ευρωζώνης. Θα απαιτηθεί η καθιέρωση πρόσθετων δικλίδων ασφαλείας για να εξασφαλισθεί δημοσιονομική βιωσιμότητα. Οι εν λόγω διασφαλίσεις θα πρέπει να εστιαστούν όχι μόνο στην δημοσιονομική πειθαρχία αλλά και την οικονομική ανταγωνιστικότητα (βλέπε τμήμα 3). Παρόλο που η θέσπιση της νέας δέσμης για την οικονομική διακυβέρνηση προβλέπει ήδη μια σημαντική διασφάλιση που θα ενισχυθεί περαιτέρω με έναν νέο κανονισμό που θα στηρίζεται στο άρθρο 136⁹, ενδέχεται να υφίσταται ανάγκη περαιτέρω μέτρων στο πλαίσιο των Ομολόγων Σταθερότητας – ιδίως εάν προβλέπεται η ομαδοποίηση του πιστωτικού κινδύνου. Στην περίπτωση που τα Ομόλογα Σταθερότητας θα εθεωρούντο ως μέσα για να παρακαμφθεί η πειθαρχία της αγοράς, η αποδοχή τους μεταξύ των κρατών μελών και των επενδυτών θα ετίθετο υπό αμφισβήτηση.

Παρόλο που η συνετή δημοσιονομική πολιτική σε περιόδους ομαλότητας και η άμεση διόρθωση κάθε απόκλισης αποτελούν τις θεμελιώδεις αρχές μιας υπεύθυνης, προσανατολισμένης προς τη σταθερότητα διαμόρφωσης πολιτικής, η εμπειρία έχει δείξει ότι οι ευρύτερες μακροοικονομικές ανισορροπίες, συμπεριλαμβανομένων και των απωλειών ανταγωνιστικότητας, μπορούν να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στα δημόσια οικονομικά.

⁹ Πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με κοινές διατάξεις για την παρακολούθηση και αξιολόγηση των σχεδίων προϋπολογισμών και για την εξασφάλιση της διόρθωσης των υπερβολικών ελλειμμάτων των κρατών μελών στη ζώνη του ευρώ. Πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με κοινές διατάξεις για την παρακολούθηση και αξιολόγηση των σχεδίων προϋπολογισμών και για την εξασφάλιση της διόρθωσης των υπερβολικών ελλειμμάτων των κρατών μελών στη ζώνη του ευρώ.

Συνεπώς, ο αυστηρότερος συντονισμός των πολιτικών που απαιτείται από την εισαγωγή των Ομολόγων Σταθερότητας πρέπει να ισχύσει και για την αποφυγή και τη διόρθωση των βλαβερών μακροοικονομικών ανισορροπιών.

Εξασφάλιση υψηλής πιστωτικής ποιότητας και ότι όλα τα κράτη μέλη θα επωφεληθούν από τα Ομόλογα Σταθερότητας

Τα Ομόλογα Σταθερότητας θα πρέπει να διαθέτουν υψηλή πιστωτική ποιότητα για να γίνουν αποδεκτά από τους επενδυτές. Τα Ομόλογα Σταθερότητας πρέπει να σχεδιαστούν και να εκδοθούν έτσι ώστε οι επενδυτές να τα θεωρήσουν πολύ ασφαλή επένδυση. Συνεπώς, η αποδοχή και η επιτυχία τους θα ωφεληθεί ιδιαίτερα από την υψηλότερη δυνατή αξιολόγηση. Η μειωμένη αξιολόγηση θα μπορούσε να έχει αρνητικές επιπτώσεις στην αποτίμησή τους (υψηλότερη απόδοση σε αντίθετη περίπτωση) και στην προθυμία των επενδυτών να απορροφήσουν επαρκώς μεγάλες ποσότητες ομολόγων. Αυτό θα ισχύσει ιδιαίτερα εάν συνεχίσουν να ισχύουν τα εθνικά ομόλογα των κρατών μελών με αξιολόγηση AAA και συνεπώς να συνυπάρχουν και να ανταγωνίζονται με τα Ομόλογα Σταθερότητας. Θα απαιτηθεί επίσης υψηλή πιστωτική ποιότητα για να καθιερωθούν τα Ομόλογα Σταθερότητας ως διεθνή σημεία αναφοράς ενισχύοντας την ανάπτυξη και αποτελεσματική λειτουργία των συναφών αγορών προθεσμιακών τίτλων και δικαιωμάτων προαίρεσης¹⁰. Στο πλαίσιο αυτό, η δόμηση των Ομολόγων Σταθερότητας θα πρέπει να είναι επαρκώς διαφανής προκειμένου οι επενδυτές να είναι σε θέση να αποτιμήσουν τις υποκείμενες εγγυήσεις. Σε αντίθετη περίπτωση, υφίσταται κίνδυνος οι επενδυτές να είναι επιφυλακτικοί όσον αφορά το νέο μέσο και οι αποδόσεις να είναι σημαντικά υψηλότερες σε σχέση με τις σημερινές αποδόσεις για τα πλέον φερέγγυα κράτη μέλη.

Η επίτευξη υψηλής πιστωτικής ποιότητας θα είναι επίσης σημαντική για την εξασφάλιση της αποδοχής των Ομολόγων Σταθερότητας από όλα τα κράτη μέλη της ευρωζώνης. Ένα ζήτημα ζωτικής σημασίας είναι ο τρόπος κατανομής των κινδύνων και των κερδών στα κράτη μέλη. Υπό ορισμένες μορφές τα Ομόλογα Σταθερότητας θα έχουν ως αποτέλεσμα τα κράτη μέλη που σήμερα έχουν πιστοληπτική αξιολόγηση κάτω του μέσου όρου να μπορούν να πετύχουν χαμηλότερο κόστος χρηματοδότησης, ενώ τα κράτη μέλη που ήδη απολαμβάνουν υψηλή πιστωτική αξιολόγηση ενδέχεται να έχουν καθαρή ζημία, εάν η επίπτωση της ομαδοποίησης του κινδύνου υπερβεί τις θετικές επιπτώσεις όσον αφορά την ρευστότητα. Κατά συνέπεια, η υποστήριξη των Ομολόγων Σταθερότητας από τα κράτη μέλη εκείνα που απολαμβάνουν ήδη αξιολογήσεις AAA θα απαιτήσει τη διασφάλιση αντίστοιχα υψηλής πιστωτικής ποιότητας για το νέο μέσο έτσι ώστε να μην αυξηθεί το κόστος χρηματοδότησης του χρέους τους. Όπως εξηγήθηκε, και αυτό θα εξαρτηθεί από την επιτυχή μείωση του ηθικού κινδύνου. Η αποδοχή των Ομολόγων Σταθερότητας ενδέχεται να εξασφαλιστεί περαιτέρω από έναν μηχανισμό ανακατανομής ορισμένων από τα πλεονεκτήματα χρηματοδότησης μεταξύ των κρατών μελών υψηλής και χαμηλής αξιολόγησης (βλέπε Πλαίσιο 2).

¹⁰ Η εμπειρία αξιολόγησης των ομολόγων της EFSF έδειξε ότι αξιολόγηση του ομολόγου ανώτερη του μέσου όρου των εγγυήσεων των συμμετεχόντων κρατών μελών επιτυγχάνεται με διάφορα εργαλεία όπως η κατακράτηση ταμειακών αποθεμάτων ασφαλείας, το κεφάλαιο κάλυψης ζημιών και η υπερ-εγγύηση του μεγέθους των εκδιδόμενων ομολόγων. Παρόλο που η διαχείριση των εν λόγω στοιχείων αποδείχθηκε πολύπλοκη στην περίπτωση του ΕΣΧΕ, ενδέχεται να αποδειχτούν χρήσιμα για την ενίσχυση της πιστωτικής αξιολόγησης του Ομολόγου Σταθερότητας.

Η πιστωτική αξιολόγηση των Ομολόγων Σταθερότητας θα εξαρτηθεί πρωτίστως από την πιστωτική ποιότητα των συμμετεχόντων κρατών μελών και την υποκείμενη δομή των εγγυήσεων¹¹.

- Με εις ολόκληρον (αλλά όχι από κοινού) εγγυήσεις, κάθε εγγυώμενο κράτος μέλος θα ευθύνεται για το δικό του μερίδιο υποχρεώσεων βάσει του Ομολόγου Σταθερότητας σύμφωνα με συγκεκριμένη κλείδα κατανομής¹². Εφόσον τα κράτη μέλη θα συνεχίσουν να λαμβάνουν συγκεκριμένες αξιολογήσεις, η υποβάθμιση ενός μεγάλου κράτους μέλους ενδέχεται πολύ πιθανόν να οδηγήσει σε υποβάθμιση του Ομολόγου Σταθερότητας, αν και αυτό δεν θα έχει αναγκαστικά επιπτώσεις στην αξιολόγηση των υπόλοιπων κρατών μελών. Υπό τις παρούσες περιστάσεις με μόνο έξι κράτη μέλη της ευρωζώνης στην κατηγορία AAA, ένα Ομόλογο Σταθερότητας με αυτή τη δομή εγγυήσεων δεν θα ελάμβανε πιστωτική αξιολόγηση AAA και θα μπορούσε ακόμη και να λάβει αξιολόγηση αντίστοιχη του κράτους μέλους με την χαμηλότερη αξιολόγηση, εκτός και αν υποστηριζόταν από πιστωτική ενίσχυση.
- Με εις ολόκληρον (αλλά όχι από κοινού) εγγυήσεις, ενισχυμένες με εξοφλητική προτεραιότητα και εμπράγματα ασφάλειες, κάθε εγγυώμενο κράτος μέλος θα συνεχίσει να ευθύνεται για το δικό του μερίδιο του εκδοθέντος Ομολόγου Σταθερότητας. Ωστόσο, για να εξασφαλιστεί ότι τα Ομόλογα Σταθερότητας θα εξοφληθούν σε κάθε περίπτωση, ακόμη και σε περίπτωση χρεοκοπίας, τα κράτη μέλη μπορούν να εξετάσουν το ενδεχόμενο ορισμένων πιστωτικών ενισχύσεων. Πρώτον, η έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας μπορεί χαρακτηριστεί από καθεστώς εξοφλητικής προτεραιότητας. Δεύτερον, τα Ομόλογα Σταθερότητας μπορούν εν μέρει να συνδυαστούν με εμπράγματα ασφάλειες (π.χ. μετρητά, χρυσό, μετοχές δημόσιων επιχειρήσεων κλπ.). Τρίτον, μπορούν να δεσμευτούν συγκεκριμένες ροές εσόδων για να καλύψουν την εξυπηρέτηση των συναφών με τα Ομόλογα Σταθερότητας δαπανών εξυπηρέτησης του χρέους. Το αποτέλεσμα είναι ότι τα Ομόλογα Σταθερότητας θα λάβουν αξιολόγηση AAA παρόλο που οι αξιολογήσεις των εθνικών ομολόγων κρατών μελών χαμηλότερης αξιολόγησης είναι πιθανόν να υποστούν σχετική υποβάθμιση.
- Με εις ολόκληρον και από κοινού εγγυήσεις, κάθε εγγυώμενο κράτος μέλος θα ευθύνεται για το δικό του μερίδιο υποχρεώσεων του εκδοθέντος Ομολόγου Σταθερότητας αλλά και για το μερίδιο οιοδήποτε κράτους μέλους που δεν θα ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του¹³. Ακόμη και στο πλαίσιο της παρούσας δομής εγγυήσεων, δεν μπορεί να αποκλειστεί τελείως ότι τα Ομόλογα Σταθερότητας ενδέχεται να επηρεαστούν εάν ένας περιορισμένος αριθμός κρατών μελών θα χρειαστεί να εγγυηθούν πολύ μεγάλες υποχρεώσεις άλλων κρατών μελών με χαμηλότερη αξιολόγηση. Υφίσταται επίσης κίνδυνος σε εξαιρετικές περιπτώσεις να προκληθεί αλληλουχία υποβαθμίσεων π.χ. η υποβάθμιση ενός μεγαλύτερου κράτους μέλους με αξιολόγηση AAA μπορεί να προκαλέσει υποβάθμιση του Ομολόγου Σταθερότητας, η οποία με τη σειρά της θα επηρεάσει αρνητικά τις πιστωτικές αξιολογήσεις των άλλων συμμετεχόντων κρατών μελών. Συνεπώς, οι κατάλληλες διασφαλίσεις θα παίξουν ουσιαστικό ρόλο για την εξασφάλιση της δημοσιονομικής πειθαρχίας των συμμετεχόντων κρατών μελών μέσω ενός ισχυρού πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης (και πιθανώς καθεστώς εξοφλητικής προτεραιότητας των Ομολόγων

¹¹ Στο παρόν τμήμα οι όροι *εις ολόκληρον εγγύηση* και *από κοινού και εις ολόκληρον εγγύηση* χρησιμοποιούνται από την οικονομική σκοπιά και ενδέχεται να μην ταυτίζονται με τους ορισμούς των εν λόγω εννοιών από νομικής σκοπιάς.

¹² Παρόμοια με την κλείδα κατανομής του προϋπολογισμού της ΕΕ ή του κεφαλαίου της ΕΚΤ.

¹³ Ωστόσο, σε παρόμοιες περιστάσεις, τα συμμετέχοντα κράτη μέλη θα εγείρουν αξιώσεις έναντι του κράτους μέλους που θα αθετήσει τις υποχρεώσεις του.

Σταθερότητας ανώτερο των εθνικών ομολόγων στο πλαίσιο εναλλακτικής επιλογής βάσει της οποίας τα τελευταία θα συνεχίσουν να υφίστανται).

Πλαίσιο 2: Πιθανή ανακατανομή των πλεονεκτημάτων χρηματοδότησης μεταξύ των κρατών μελών

Ο ηθικός κίνδυνος που συνδέεται με την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας με από κοινού εγγυήσεις μπορεί να αντιμετωπιστεί με έναν μηχανισμό ανακατανομής ορισμένων εκ των πλεονεκτημάτων χρηματοδότησης των Ομολόγων Σταθερότητας μεταξύ των κρατών μελών με υψηλή και χαμηλή αξιολόγηση. Ο εν λόγω μηχανισμός θα μπορούσε να μετατρέψει την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας σε επωφελή πρόταση για όλα τα κράτη μέλη της ευρωζώνης. Για την επεξήγηση του μηχανισμού μπορεί να χρησιμοποιηθεί ένα τυποποιημένο παράδειγμα με δύο κράτη μέλη.

Το δημόσιο χρέος αμφοτέρων των κρατών μελών ανέρχεται σε περίπου 2 δισ. ευρώ αλλά το κράτος μέλος Α καταβάλλει επιτόκιο 2% ενώ το κράτος μέλος Β καταβάλλει επιτόκιο 5% για εθνικά ομόλογα πενταετούς διάρκειας. Με το Ομόλογο Σταθερότητας αμφότερα τα κράτη μέλη θα χρηματοδοτηθούν πλήρως με πενταετή διάρκεια και επιτόκιο 2%. Η κατανομή της έκδοσης των Ομολόγων Σταθερότητας θα είναι 50% για κάθε κράτος μέλος.

Μέρος του πλεονεκτήματος χρηματοδότησης που θα απολαύσει το κράτος μέλος Β από την έκδοση του Ομολόγου Σταθερότητας μπορεί να ανακατανεμηθεί στο κράτος μέλος Α. Για παράδειγμα είναι δυνατόν να χρηματοδοτηθεί έκπτωση 100 μονάδων βάσης για το κράτος μέλος Α από ασφάλιστρο 300 μονάδων βάσης για το κράτος μέλος Β. Κατά συνέπεια το Ομόλογο Σταθερότητας θα μπορεί να χρηματοδοτήσει το κράτος μέλος Α με απόδοση 1% και το κράτος μέλος Β με απόδοση 3%. Για αμφότερα τα κράτη μέλη το κόστος χρηματοδότησης θα είναι χαμηλότερο σε σχέση με την έκδοση εθνικών ομολόγων.

Ασφαλώς, ο μηχανισμός της εσωτερικής κατανομής των πλεονεκτημάτων των Ομολόγων Σταθερότητας θα πρέπει να διατυπωθεί αλλά θα συνδεθεί με τις σχετικές δημοσιονομικές επιδόσεις βάσει του πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης της ευρωζώνης.

1.3.2. Εξασφάλιση της συνέπειας με την συνθήκη ΕΕ

Η συνέπεια με τη συνθήκη ΕΕ θα αποβεί ζωτικής σημασίας προκειμένου να εξασφαλιστεί η επιτυχής εισαγωγή των Ομολόγων Σταθερότητας. Πρώτον, τα Ομόλογα Σταθερότητας δεν πρέπει να αντιβαίνουν στην απαγόρευση της «διάσωσης» των κρατών μελών που επιβάλλει η Συνθήκη. Η συμβατότητα των Ομολόγων Σταθερότητας με την ισχύουσα Συνθήκη εξαρτάται από την συγκεκριμένη μορφή που θα επιλεγεί. Για ορισμένες εναλλακτικές επιλογές ενδέχεται να απαιτηθούν τροποποιήσεις των σχετικών διατάξεων της Συνθήκης. Το άρθρο 125 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ) απαγορεύει στα κράτη μέλη να αναλάβουν τις υποχρεώσεις άλλων κρατών μελών.

Η έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας με από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις θα οδηγούσε εκ των προτέρων σε παραβίαση της απαγόρευσης της διάσωσης. Σε μια τέτοια περίπτωση, ένα κράτος μέλος θα καθίστατο πράγματι υπόχρεο ανεξάρτητα από την «κανονική» του κλείδα κατανομής σε περίπτωση που ένα άλλο κράτος μέλος θα βρισκόταν σε αδυναμία εκπλήρωσης των χρηματοδοτικών του υποχρεώσεων. Στην περίπτωση αυτή θα απαιτείτο τροποποίηση της Συνθήκης. Η τροποποίηση αυτή θα μπορούσε να γίνει μέσω της απλοποιημένης διαδικασίας εάν δημιουργείτο ένα γραφείο διαχείρισης του κοινού χρέους της ευρωζώνης σε διακυβερνητικό πλαίσιο, αλλά είναι πολύ πιθανόν ότι θα απαιτούσε την κανονική διαδικασία εάν δημιουργείτο στο πλαίσιο του ενωσιακού δικαίου επειδή θα μπορούσε να ερμηνευθεί ως επέκταση των αρμοδιοτήτων της ΕΕ. Εκτός και να θεσπιστεί συγκεκριμένη βάση στην Συνθήκη, μια προσέγγιση βασισμένη στο δίκαιο της ΕΕ είναι πολύ πιθανό να απαιτούσε τη χρήση του άρθρου 352 της ΣΛΕΕ, που απαιτεί ομοφωνία στο

Συμβούλιο και την έγκριση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Η έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας και ο στενότερος οικονομικός και δημοσιονομικός συντονισμός που απαιτείται για την επιτυχία της είναι πολύ πιθανόν να απαιτήσουν σημαντικές αλλαγές και στο εθνικό δίκαιο σε αρκετά κράτη μέλη¹⁴.

Η έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας με εις ολόκληρον αλλά όχι από κοινού εγγυήσεις θα ήταν δυνατή στο πλαίσιο των διατάξεων της υπάρχουσας Συνθήκης. Για παράδειγμα, η ουσιαστική αύξηση του εγκεκριμένου όγκου δανειοδότησης του ΕΜΣ και η αλλαγή των όρων δανειοδότησης με στόχο να επιτραπεί η περαιτέρω δανειοδότηση των δανεισθέντων από τις αγορές ποσών σε όλα τα κράτη μέλη της ευρωζώνης, μπορεί να διαμορφωθεί με τρόπο συμβατό προς το άρθρο 125 της ΣΛΕΕ, υπό τον όρο ότι η κατ' αναλογία κλείδα κατανομής που συνδέεται με τον ΕΜΣ να παραμείνει αμετάβλητη. Η ίδια λογική θα εφαρμόζεται και στις εκδόσεις του ενδεχόμενου γραφείου διαχείρισης του κοινού χρέους, του οποίου οι υποχρεώσεις θα παραμείνουν περιορισμένες σε αυστηρά αναλογική βάση.

Θα απαιτηθεί επίσης τροποποίηση της Συνθήκης σε περίπτωση επιβολής σημαντικά επιθετικού πλαισίου οικονομικής διακυβέρνησης της ευρωζώνης. Ανάλογα με τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των Ομολόγων Σταθερότητας, η δημοσιονομική και οικονομική διακυβέρνηση και η επιτήρηση των συμμετεχόντων κρατών μελών θα πρέπει να ενισχυθεί για να αποφευχθεί η εμφάνιση ηθικού κινδύνου. Για περαιτέρω ποιοτικές αλλαγές της διακυβέρνησης πέρα από τις προτάσεις που περιλαμβάνονται στη δέσμη της 23^{ης} Νοεμβρίου είναι πιθανόν να απαιτηθούν τροποποιήσεις της Συνθήκης. Στο τμήμα 3 αναλύονται σε μεγαλύτερο βάθος οι εν λόγω εναλλακτικές επιλογές ενισχυμένης δημοσιονομικής διακυβέρνησης.

2. ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΟΣΩΝ ΑΦΟΡΑ ΤΗΝ ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ

Έχουν προταθεί πολλές εναλλακτικές επιλογές για την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας, ιδίως μετά την έναρξη της κρίσης δημόσιου χρέους της ευρωζώνης. Ωστόσο, οι εν λόγω επιλογές μπορούν γενικά να ενταχθούν σε τρεις ευρείες κατηγορίες, βάσει του βαθμού αντικατάστασης της έκδοσης εθνικών ομολόγων (πλήρους ή μερικού) και της φύσης των συνεπαγόμενων υποκείμενων εγγυήσεων (εις ολόκληρον και από κοινού ή εις ολόκληρον). Οι τρεις γενικές προσεγγίσεις περιλαμβάνουν¹⁵:

- (1) την πλήρη υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας με από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις·
- (2) την μερική υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας με από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις· και
- (3) την μερική υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας με εις ολόκληρον αλλά όχι από κοινού εγγυήσεις.

¹⁴ Για παράδειγμα με την απόφαση του γερμανικού συνταγματικού δικαστηρίου της 7^{ης} Σεπτεμβρίου 2011 απαγορεύεται στο γερμανικό νομοθετικό σώμα να θεσπίσει μόνιμο μηχανισμό «που θα οδηγούσε στην ανάληψη ευθύνης για εθελοντικές αποφάσεις άλλων κρατών μελών, ιδίως εάν αυτές έχουν συνέπειες των οποίων οι επιπτώσεις είναι δύσκολο να υπολογιστούν.» Απαιτεί επίσης ότι σε ένα σύστημα διακυβερνητικής διοίκησης, το Κοινοβούλιο πρέπει να διατηρήσει τον έλεγχο των θεμελιωδών αποφάσεων δημοσιονομικής πολιτικής.

¹⁵ Δυνατή είναι επίσης και μια τέταρτη προσέγγιση που περιλαμβάνει πλήρη υποκατάσταση των Ομολόγων Σταθερότητας και εις ολόκληρον αλλά όχι από κοινού εγγυήσεις, αλλά δεν εξετάζεται δεδομένου ότι δεν θα είναι ουσιαστικά διαφορετική από τις υφιστάμενες διευθετήσεις έκδοσης. Επιπλέον, μπορούν να διαμορφωθούν υβριδικές περιπτώσεις, για παράδειγμα εις ολόκληρον εγγυήσεις για τους τίτλους απαιτήσεων σε συνδυασμό με περιορισμένες από κοινού εγγυήσεις για να καλυφθούν τα βραχυπρόθεσμα κενά της ρευστότητας.

Στο παρόν τμήμα αναλύονται και οι τρεις προσεγγίσεις από πλευράς οφέλους και προϋποθέσεων με βάση τα περιγραφόμενα συνοπτικά στο τμήμα 1.

2.1. Προσέγγιση αριθ. 1: Πλήρης υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας με από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις

Βάσει της παρούσας προσέγγισης η κρατική χρηματοδότηση της ευρωζώνης θα καλυφθεί πλήρως με την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας με διακοπή της έκδοσης εθνικών ομολόγων. Αν και τα κράτη μέλη θα μπορούν να εκδίδουν Ομόλογα Σταθερότητας σε αποκεντρωμένη βάση μέσω συντονισμένης διαδικασίας, η αποτελεσματικότερη διαχείριση θα απαιτήσει την δημιουργία ενιαίου οργανισμού χρέους της ευρωζώνης¹⁶. Ο εν λόγω κεντρικός οργανισμός θα εκδίδει Ομόλογα Σταθερότητας στην αγορά και θα μοιράζει τα έσοδα στα κράτη μέλη βάσει των αντίστοιχων χρηματοδοτικών τους αναγκών. Επί της ίδιας βάσης ο οργανισμός θα εξυπηρετεί τα Ομόλογα Σταθερότητας συλλέγοντας τις πληρωμές τόκων και κεφαλαίου από τα κράτη μέλη. Τα Ομόλογα Σταθερότητας θα εκδίδονται βάσει εις ολόκληρον και από κοινού εγγυήσεων που θα παρέχονται από όλα τα κράτη μέλη της ευρωζώνης, γεγονός που αντιστοιχεί σε ομαδοποίηση του πιστωτικού τους κινδύνου. Με δεδομένη την εις ολόκληρον και από κοινού φύση των εγγυήσεων, η πιστωτική αξιολόγηση των μεγαλύτερων κρατών μελών της ευρωζώνης είναι πολύ πιθανόν ότι θα κυριαρχεί στον προσδιορισμό της αξιολόγησης του Ομολόγου Σταθερότητας, γεγονός που υποδεικνύει ότι ένα Ομόλογο Σταθερότητας που θα εκδίδονταν σήμερα είναι δυνατόν να αναμένεται ότι θα έχει υψηλή αξιολόγηση. Ωστόσο, ο σχεδιασμός των διασυννοριακών εγγυήσεων που θα είναι ενσωματωμένες στο Ομόλογο Σταθερότητας και οι επιπτώσεις για την πιστωτική αξιολόγηση και την απόδοση θα πρέπει να αναλυθούν λεπτομερέστερα.

Η παρούσα προσέγγιση θα είναι η πλέον αποτελεσματική για την αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων της έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας. Η πλήρης υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από τα Ομόλογα Σταθερότητας θα εξασφαλίσει πλήρη επαναχρηματοδότηση όλων των κρατών μελών ανεξάρτητα από την κατάσταση στην οποία βρίσκονται τα δημόσια οικονομικά τους. Έτσι, είναι δυνατόν να αντιμετωπιστούν οι σοβαροί περιορισμοί ρευστότητας που αντιμετωπίζουν σήμερα ορισμένα κράτη μέλη και να αποφευχθεί η επανεμφάνιση των εν λόγω περιορισμών στο μέλλον. Με την προσέγγιση αυτή θα δημιουργηθεί επίσης μια πολύ μεγάλη και ομοιογενής αγορά για Ομόλογα Σταθερότητας με σημαντικά πλεονεκτήματα από πλευράς ρευστότητας και μειωμένων ασφαλιστρών για κίνδυνο ρευστότητας. Τα νέα Ομόλογα Σταθερότητας θα αποτελέσουν ένα κοινό ομόλογο αναφοράς της ευρωζώνης με αποτέλεσμα να παρέχουν ένα αποτελεσματικότερο πλαίσιο αναφοράς για την αποτίμηση του κινδύνου σε ολόκληρο το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ευρωζώνης. Εξασφαλίζοντας υψηλής ποιότητας κρατικού χαρακτήρα εμπράγματα ασφαλείας για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε όλα τα κράτη μέλη, θα μεγιστοποιήσουν τα πλεονεκτήματα της από κοινού έκδοσης βελτιώνοντας την ανθεκτικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρωζώνης καθώς και την μετάδοση της νομισματικής πολιτικής. Τα Ομόλογα Σταθερότητας βάσει της παρούσας προσέγγισης θα εξασφαλίσουν επίσης στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα μια δεύτερη αγορά ασφαλείας μεγέθους και ρευστότητας συγκρίσιμων με την αγορά των κρατικών ομολόγων ΗΠΑ με αποτέλεσμα την αποτελεσματικότερη προώθηση του διεθνούς ρόλου του ευρώ.

Ταυτόχρονα η παρούσα προσέγγιση συνδέεται με την μεγαλύτερη πιθανότητα εμφάνισης ηθικού κινδύνου. Ορισμένα κράτη μέλη θα μπορούσαν να εκμεταλλευτούν την πειθαρχία άλλων κρατών μελών χωρίς επιπτώσεις στο δικό τους κόστος χρηματοδότησης. Συνεπώς, η παρούσα προσέγγιση θα πρέπει να συνοδεύεται από πολύ αυστηρό πλαίσιο εφαρμογής της

¹⁶ Βλέπε τμήμα 4 για ανασκόπηση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων της κεντρικής και της αποκεντρωμένης έκδοσης.

δημοσιονομικής πειθαρχίας και της οικονομικής ανταγωνιστικότητας και μείωσης των μακροοικονομικών ανισορροπιών σε εθνικό επίπεδο. Το εν λόγω πλαίσιο θα απαιτήσει σημαντικά περαιτέρω βήματα στον τομέα της οικονομικής, χρηματοπιστωτικής και πολιτικής ενοποίησης σε σχέση με την παρούσα κατάσταση. Χωρίς το εν λόγω πλαίσιο ωστόσο, είναι απίθανο η φιλόδοξη αυτή προσέγγιση όσον αφορά την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας να αποδώσει κατά τρόπο ικανοποιητικό για τα κράτη μέλη και τους επενδυτές. Με δεδομένες τις εις ολόκληρον και από κοινού εγγυήσεις για τα Ομόλογα Σταθερότητας και την απαιτούμενη αυστηρότητα του υποκείμενου πλαισίου δημοσιονομικής πειθαρχίας και οικονομικής ανταγωνιστικότητας, η παρούσα προσέγγιση για την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας είναι σχεδόν σίγουρο ότι θα απαιτήσει τροποποιήσεις της Συνθήκης.

Στο πλαίσιο της παρούσας προσέγγισης θα πρέπει να οριστεί η περίμετρος του δημόσιου χρέους που θα μπορεί να καλυφθεί με Ομόλογα Σταθερότητας. Σε αρκετά κράτη μέλη τα ομόλογα δεν εκδίδονται μόνο από τις κεντρικές κυβερνήσεις αλλά και από την περιφερειακή και την τοπική αυτοδιοίκηση¹⁷. Κατ' αρχήν ενδέχεται να προβλεφθεί ότι συμπεριλαμβάνεται η δυνατότητα έκδοσης σε περιφερειακό/τοπικό επίπεδο. Το προφανές πλεονέκτημα θα ήταν ότι τα δυνητικά οφέλη από πλευράς σταθερότητας της αγοράς, ρευστότητας και ενοποίησης θα μπορούσαν να διευρυνθούν. Κάτι τέτοιο θα ήταν επίσης σύμφωνο με την ενωσιακή προσέγγιση όσον αφορά την δημοσιονομική επιτήρηση που καλύπτει ολόκληρο το χρέος της γενικής κυβέρνησης και τα ελλείμματα. Όμως, η ομαδοποίηση της έκδοσης μόνο στο επίπεδο των κεντρικών κυβερνήσεων μπορεί να εξασφαλίσει ένα διαφανέστερο και ασφαλέστερο σύστημα. Τα στοιχεία κεντρικής κυβέρνησης είναι ευκολότερα προσβάσιμα κάτι που δεν ισχύει πάντα για τις τοπικές αρχές. Επιπλέον, η έκδοση θα καλύπτει μόνο τα ελλείμματα που ελέγχονται πλήρως από τις κεντρικές κυβερνήσεις. Από άποψη καθαρά της αγοράς, τα εν λόγω Ομόλογα Σταθερότητας θα αντικαταστήσουν μόνο τα ευρέως γνωστά ομόλογα της κεντρικής κυβέρνησης κάτι που θα διευκολύνει την αξιολόγηση και αποτίμηση των νέων Ομολόγων Σταθερότητας¹⁸.

Η διαδικασία σταδιακής καθιέρωσης στο πλαίσιο της παρούσας προσέγγισης μπορεί να οργανωθεί με διαφορετικούς τρόπους ανάλογα με τον επιθυμητό ρυθμό εισαγωγής. Στο πλαίσιο μιας επιταχυμένης σταδιακής καθιέρωσης, οι νέες εκδόσεις θα πραγματοποιούνται αποκλειστικά υπό τη μορφή Ομολόγων Σταθερότητας και τα κυκλοφορούντα κρατικά ομόλογα θα μπορούν να μετατραπούν σε νέα Ομόλογα Σταθερότητας, δηλ. υπό τη μορφή της ανταλλαγής ορισμένης ποσότητας εθνικών κρατικών ομολόγων με νέα Ομόλογα Σταθερότητας. Το κύριο πλεονέκτημα της εν λόγω εναλλακτικής επιλογής θα είναι η σχεδόν άμεση δημιουργία μιας αγοράς με υψηλή ρευστότητα με πλήρη καμπύλη απόδοσης αναφοράς. Η επαναγορά των παραδοσιακών ομολόγων μπορεί επίσης να περιορίσει τα σημερινά έντονα προβλήματα χρηματοδότησης των κρατών μελών με υψηλό χρέος και υψηλά επιτόκια. Εντούτοις, η διαδικασία μπορεί να είναι πολύπλοκη και θα απαιτήσει προσεκτική βαθμονόμηση της ισοτιμίας μετατροπής για να ελαχιστοποιηθεί η διαταραχή της αγοράς. Εναλλακτικά μπορεί να υιοθετηθεί ένα πιο σταδιακό σύστημα δηλ. πλήρης ή ακόμη και μόνο μερική νέα μαζική έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας για κάθε κράτος μέλος ενώ τα κυκλοφορούντα κρατικά ομόλογα της ευρωζώνης θα παραμείνουν σε κυκλοφορία στην δευτερογενή αγορά. Αυτό θα επιτρέψει στην αγορά να εξοικειωθεί σταδιακά με το νέο μέσο και να αναπτύξει εργαλεία ανάλυσης/τιμολόγησης με αποτέλεσμα να προκαλείται μικρότερος κίνδυνος διαταραχής της αγοράς. Ωστόσο, στο πλαίσιο της εν λόγω παραλλαγής, η

¹⁷ Αυτό ισχύει ιδίως στη Γερμανία και σε λιγότερη έκταση στην Ισπανία και τη Γαλλία.

¹⁸ Αυτή η στενή κάλυψη των Ομολόγων Σταθερότητας συνεπάγεται ότι τα κράτη μέλη θα πρέπει να δεσμευτούν να μην εκδίδουν τα δικά τους εθνικά ή άλλα κρατικά ομόλογα, συμπεριλαμβανομένων και των ομολόγων των περιφερειακών/τοπικών αρχών εάν αυτά συμπεριλαμβάνονται στο σύστημα της από κοινού έκδοσης.

δημιουργία μιας πλήρους αγοράς Ομολόγων Σταθερότητας θα απαιτήσει αρκετά χρόνια (ανάλογα με τους χρόνους εξόφλησης των κυκλοφορούντων ομολόγων) με αποτέλεσμα να καθυστερούν τα δυναμικά οφέλη. Όσον αφορά τα κυκλοφορούντα παραδοσιακά ομόλογα, το αντίστοιχο τμήμα της αγοράς θα συρρικνωθεί σταδιακά, καθώς τα εν λόγω ομόλογα θα αντικαθίστανται από Ομόλογα Σταθερότητας και εθνικά ομόλογα νέας έκδοσης. Συνεπώς, η συνολική ρευστότητα του εν λόγω τμήματος της αγοράς θα συρρικνωθεί με την πάροδο του χρόνου και κατά συνέπεια το ασφάλιστρο ρευστότητας για τα παραδοσιακά ομόλογα ενδέχεται σταδιακά να αυξηθεί.

Λόγω της ανάγκης τροποποιήσεων της Συνθήκης η υλοποίηση της παρούσας προσέγγισης ενδέχεται να απαιτήσει σημαντικό χρόνο.

2.2. Προσέγγιση αριθ. 2: Μερική υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας με από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις

Στο πλαίσιο αυτής της προσέγγισης, η έκδοση των Ομολόγων Σταθερότητας θα ενισχυθεί με από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις αλλά θα αντικαταστήσει περιορισμένο μόνο μέρος της έκδοσης εθνικών ομολόγων. Το τμήμα της έκδοσης που δεν θα είναι σε Ομόλογα Σταθερότητας θα εξακολουθήσει να καλύπτεται από τις αντίστοιχες εθνικές εγγυήσεις. Η παρούσα προσέγγιση της από κοινού έκδοσης έχει γίνει γνωστή ως «μπλε-κόκκινη προσέγγιση»¹⁹. Συνεπώς, η αγορά κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης θα αποτελείται από δύο διακριτά μέρη:

- *Ομόλογα Σταθερότητας* (ή «μπλε ομόλογα»): Η έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας θα πραγματοποιείται μόνο μέχρι ορισμένα προκαθορισμένα όρια και συνεπώς δεν θα καλύπτει αναγκαστικά όλες τις ανάγκες επαναχρηματοδότησης όλων των κρατών μελών. Τα εν λόγω ομόλογα θα επωφελούνται από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις και θα συνεπάγονται ομοίομορφο επιτόκιο επαναχρηματοδότησης για όλα τα κράτη μέλη²⁰.
- *Εθνικά κρατικά ομόλογα* («κόκκινα ομόλογα»). Τα υπόλοιπα ομόλογα που απαιτούνται για την χρηματοδότηση των προϋπολογισμών των κρατών μελών θα εκδίδονται σε εθνικό επίπεδο με εθνικές εγγυήσεις. Συνεπώς, τα εθνικά ομόλογα θα αποτελούν, τουλάχιστον εκ των πραγμάτων, υποδεέστερα των Ομολόγων Σταθερότητας λόγω της κάλυψης των τελευταίων από εις ολόκληρον και από κοινού εγγυήσεις²¹. Ο όγκος των εθνικών ομολόγων που εκδίδει κάθε κράτος μέλος θα εξαρτηθεί από την συμφωνημένη κλίμακα της από κοινού έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας και τις συνολικές ανάγκες του για επαναχρηματοδότηση. Ανάλογα με το μέγεθος των εν λόγω αγορών και εκδόσεων υπόλοιπων εθνικών ομολόγων και της πιστωτικής ποιότητας της χώρας, τα εν λόγω εθνικά ομόλογα θα διαθέτουν χαρακτηριστικά όσον αφορά την ρευστότητα και τον πιστωτικό κίνδυνο εξαρτώμενα από την χώρα και συνεπώς διαφορετικά επιτόκια στην αγορά, επίσης επειδή το μεγαλύτερο μέρος του πιστωτικού κινδύνου κρατικών ομολόγων θα συγκεντρωθεί στα εθνικά ομόλογα, ενισχύοντας έτσι τον πιστωτικό κίνδυνο²². Οι

¹⁹ Βλέπε Delpla, J. και von Weizsäcker, J. (2010). Πρότειναν ανώτατο επίπεδο χρέους 60% του ΑΕΠ με βάση τα κριτήρια του Μάαστριχτ.

²⁰ Όπως και στην Προσέγγιση αριθ. 1, η έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας μπορεί να πραγματοποιηθεί σε αποκεντρωμένη βάση, αλλά η διαχείριση θα είναι αποτελεσματικότερη αν διεξαχθεί από κεντρική υπηρεσία διαχείρισης χρέους.

²¹ Το εν λόγω υποδεέστερο καθεστώς των εθνικών ομολόγων θα μπορεί να ισχύσει μόνο για νεοεκδιδόμενα εθνικά ομόλογα, δηλ. εθνικά ομόλογα που εκδίδονται μετά της εισαγωγή των Ομολόγων Σταθερότητας. Αντίστροφα, τα κυκλοφορούντα «παλαιά» ή «παραδοσιακά» εθνικά ομόλογα θα πρέπει να υπάγονται στο ίδιο καθεστώς με τα Ομόλογα Σταθερότητας επειδή η αλλαγή του καθεστώτος τους θα ισοδυναμούσε, τεχνικά, με χρεοκοπία.

²² Οι Delpla και von Weizsäcker υποστηρίζουν ότι, λόγω του υψηλού κινδύνου χρεοκοπίας το κόκκινο χρέος θα πρέπει να διατηρείται εν πολλοίς εκτός τραπεζικού συστήματος αποκλειόμενο από τις

εντεινόμενες πιέσεις της αγοράς όσον αφορά την έκδοση εθνικών ομολόγων θα εξασφαλίσουν την πειθαρχία της αγοράς.

Ζήτημα ζωτικής σημασίας στην παρούσα προσέγγιση θα είναι τα συγκεκριμένα κριτήρια καθορισμού της σχετικής αναλογίας των εκδόσεων Ομολόγων Σταθερότητας και εθνικών. Οι βασικές εναλλακτικές επιλογές θα είναι:

- *Ένα απλό σύστημα βάσει κανόνων:* Για παράδειγμα, κάθε κράτος μέλος μπορεί να δικαιούται μια ποσότητα Ομολόγων Σταθερότητας ίση με καθορισμένο ποσοστό του ΑΕΠ του, το οποίο ενδεχομένως να αναλογεί στο κριτήριο του 60% της Συνθήκης. Μια σημαντική διάσταση που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι το ύψος του κινδύνου που θα συγκεντρωθεί στο εθνικό (ή υποδεέστερο) τμήμα, το οποίο εξαρτάται από το μέγεθος της από κοινού έκδοσης (όσο μεγαλύτερο το ποσοστό της έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας, τόσο μεγαλύτερος κίνδυνος συγκεντρώνεται στην έκδοση υπόλοιπων εθνικών ομολόγων). Για να αποφευχθεί ο υπερβολικός πιστωτικός κίνδυνος για τα ομόλογα εθνικής έκδοσης με ταυτόχρονη διατήρηση των πλεονεκτημάτων ρευστότητας που προσφέρει η από κοινού έκδοση ενδέχεται να απαιτηθεί ο καθορισμός του ανώτατου ορίου σε πιο συντετό επίπεδο.
- *Ένα πιο ευέλικτο σύστημα συνδεδεμένο με συμμόρφωση με τις πολιτικές:* Το μέγιστο ύψος της έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας από ένα κράτος μέλος μπορεί να καθοριστεί όπως παραπάνω, αλλά το ανώτατο όρια ανά πάσα χρονική στιγμή θα συνδέεται με τη συμμόρφωση του κράτους μέλους με κανόνες και συστάσεις βάσει του πλαισίου διακυβέρνησης της ευρωζώνης. Για τη μη συμμόρφωση θα επιβάλλονται κυρώσεις με την (ενδεχομένως αυτόματη) μείωση του αντίστοιχου ανωτάτου ορίου χρέους Ομολόγων Σταθερότητας για το υπόψη κράτος μέλος (βλέπε επίσης τμήμα 3). Το εν λόγω σύστημα μπορεί επίσης να χρησιμεύσει ως σχεδόν αυτόματος σταθεροποιητής της πιστωτικής ποιότητας των Ομολόγων Σταθερότητας, δεδομένου ότι θα μειώνεται το αντίστοιχο μερίδιο των κρατών μελών με χαμηλές δημοσιονομικές επιδόσεις.

Η αξιοπιστία του ανώτατου ορίου για την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας θα πρέπει να εξεταστεί σοβαρά. Όταν εξαντληθεί η ποσόστωση των μπλε ομολόγων, το κόστος χρηματοδότησης για το κράτος μέλος μπορεί να αυξηθεί σημαντικά. Αυτό ενδέχεται να προκαλέσει πολιτικές πιέσεις για αύξηση του ανώτατου ορίου. Αν δεν υπάρξουν αυστηρές διασφαλίσεις έναντι παρόμοιων πιέσεων, η πρόβλεψη «μεταβλητού» ανώτατου ορίου μπορεί να εξαλείψει κατά μεγάλο μέρος τις επιπτώσεις επί της πειθαρχίας της μπλε-κόκκινης προσέγγισης. Συνεπώς, ανεξάρτητα από τα κριτήρια που θα καθοριστούν για τον προσδιορισμό του ανωτάτου ορίου για την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας, ζωτική σημασία θα έχει η υποχρεωτική διατήρηση του υπόψη ανωτάτου ορίου και όχι η αυθαίρετη προσαρμογή του π.χ. μετά από πολιτικές πιέσεις.

Η παρούσα προσέγγιση της έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας είναι λιγότερο φιλόδοξη σε σχέση με την προσέγγιση της πλήρους έκδοσης με αποτέλεσμα να αποδίδει λιγότερα οικονομικά και χρηματοπιστωτικά οφέλη. Λόγω της εξοφλητικής προτεραιότητάς τους έναντι των εθνικών ομολόγων και της εγγυητικής δομής τους, τα Ομόλογα Σταθερότητας θα αντιπροσωπεύουν πολύ χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο και αυτός θα αντιστοιχεί σε υψηλότερη πιστωτική αξιολόγηση (δηλ. AAA). Κατά συνέπεια, η απόδοση των Ομολόγων Σταθερότητας θα είναι συγκρίσιμη με τις αποδόσεις κυκλοφορούντων στην ευρωζώνη κρατικών ομολόγων AAA. Συνεπώς, θα υπάρχουν αντίστοιχα οφέλη από πλευράς χρηματοπιστωτικής σταθερότητας της ευρωζώνης, μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής και του διεθνούς ρόλου του ευρώ, αν και αυτά θα είναι μικρότερα σε σχέση με εκείνα της πιο φιλόδοξης προσέγγισης

εργασίας επαναχρηματοδότησης της ΕΚΤ και υποκείμενο σε επώδυνες κεφαλαιακές απαιτήσεις στο τραπεζικό σύστημα.

της πλήρους υποκατάστασης των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας. Δεδομένου ότι η φάση της εισαγωγής της έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας προς το συμφωνημένο ανώτατο όριο είναι πιθανόν να διαρκέσει αρκετά χρόνια, όλα τα κράτη μέλη θα μπορούν κατά τη διάρκεια της εναρκτήριας φάσης να έχουν πολύ ευρεία πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές μέσω Ομολόγων Σταθερότητας. Έτσι θα αποφευχθούν οι δυνητικοί περιορισμοί της ρευστότητας που αντιμετωπίζουν ορισμένα κράτη μέλη αλλά για την περίοδο αυτή θα υφίστανται οι ίδιες επιπτώσεις λόγω ηθικού κινδύνου όπως αναλύθηκε στο τμήμα 2.1 στο πλαίσιο της πλήρους έκδοσης. Δεδομένου ότι θα απαιτηθεί επιστροφή στην έκδοση εθνικών ομολόγων όταν για τα εν λόγω κράτη μέλη επιτευχθεί το ανώτατο όριο όσον αφορά τα Ομόλογα Σταθερότητας, θα απαιτηθεί τα κράτη αυτά να εγγυηθούν ότι κατά την υπόψη περίοδο θα πραγματοποιήσουν τις δημοσιονομικές προσαρμογές και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που απαιτούνται για να βεβαιωθούν οι επενδυτές και έτσι να διατηρηθεί η πρόσβαση στις αγορές μετά την περίοδο εισαγωγής. Εντούτοις, οι αποδόσεις των νεοεκδιδόμενων εθνικών ομολόγων θα αυξηθούν λόγω της υποδεέστερης κατάστασής τους. Τελικά, υποθέτοντας ότι έχει επιτευχθεί ένα εύλογα μεγάλο ποσοστό έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας, η αγορά αναμένεται να έχει υψηλή ρευστότητα, αλλά χαμηλότερη από την περίπτωση που όλες οι εκδόσεις θα αφορούσαν Ομόλογα Σταθερότητας δεδομένου ότι τα υπόλοιπα εθνικά ομόλογα θα κατέχουν επίσης ορισμένο μερίδιο της αγοράς.

Παράλληλα, οι προϋποθέσεις για την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας θα είναι κάπως λιγότεροι δεσμευτικές βάσει της παρούσας προσέγγισης. Η θέσπιση ανωτάτου ορίου για την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας θα συμβάλει στον περιορισμό του ηθικού κινδύνου λόγω της διατήρησης κάποιου βαθμού πειθαρχίας της αγοράς μέσω της έκδοσης υπόλοιπων εθνικών ομολόγων. Ωστόσο, η σχέση μεταξύ ηθικού κινδύνου, πειθαρχίας της αγοράς και κινδύνου μετάδοσης για τον καθορισμό του κατάλληλου ανωτάτου ορίου για τα Ομόλογα Σταθερότητας δεν είναι προφανής. Ένα σχετικά χαμηλό ανώτατο όριο Ομολόγων Σταθερότητας (που θα συνεπάγεται έκδοση μεγάλης ποσότητας υπόλοιπων εθνικών ομολόγων) θα περιορίσει τον ηθικό κίνδυνο αλλά μπορεί να αφήσει τα κράτη μέλη με υπάρχοντα υψηλά επίπεδα χρέους ευάλωτα στον κίνδυνο καταστροφικής χρεοκοπίας όσον αφορά τα εθνικά τους ομόλογα. Μια τέτοια καταστροφική χρεοκοπία θα επιφέρει κίνδυνο μετάδοσης σε ολόκληρη την ευρωζώνη. Ένα σχετικά υψηλό ανώτατο όριο για τα Ομόλογα Σταθερότητας (που θα συνεπάγεται έκδοση μικρής ποσότητας υπόλοιπων εθνικών ομολόγων) θα αυξήσει τον ηθικό κίνδυνο αλλά δεν θα αποκλείσει την πιθανότητα χρεοκοπίας κράτους μέλους με λιγότερο καταστρεπτικές συνέπειες και μικρότερο κίνδυνο μετάδοσης για την ευρωζώνη στο σύνολό της. Ένα αυστηρό πλαίσιο διατήρησης της δημοσιονομικής πειθαρχίας και της οικονομικής ανταγωνιστικότητας σε εθνικό επίπεδο θα συνεχίσει να απαιτείται για να υποστηρίξει την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας, αν και η πειθαρχία της αγοράς που θα εξασφαλιστεί μέσω του περιορισμού της έκδοσης εθνικών ομολόγων ενδέχεται να συνεπάγεται λιγότερο δραματική μεταφορά εθνικής κυριαρχίας σε σχέση την προσέγγιση της πλήρους έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας. Εντωμεταξύ, η επιλογή του ανωτάτου ορίου θα καθορίσει επίσης και την πιθανή πιστωτική ποιότητα του Ομολόγου Σταθερότητας. Ένα σχετικά χαμηλό ανώτατο όριο θα υποστηρίξει την πιστωτική ποιότητα των Ομολόγων Σταθερότητας μέσω του περιορισμού του χρέους που καλύπτεται από της ισχυρότερες από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις²³. Η από κοινού και εις ολόκληρον εγγύηση του Ομολόγου Σταθερότητας θα απαιτήσει σχεδόν σίγουρα τροποποιήσεις της Συνθήκης.

²³ Στην πρόταση του Bruegel το ανώτατο όριο καθορίζεται στο 60% του ΑΕΠ με αναφορά στο κριτήριο του Μάαστριχτ αλλά έχουν γίνει και άλλες προτάσεις με ακόμη χαμηλότερο ανώτατο όριο. Στην πραγματικότητα έχει υποστηριχτεί ότι ένα επαρκώς χαμηλό ανώτατο όριο εξασφαλίζει πρακτικά μηδενικό κίνδυνο χρεοκοπίας των ευρωομολόγων. Μια τυπική παραδοχή κατά την αποτίμηση των κινδύνων χρεοκοπίας προβλέπει ότι σε περίπτωση χρεοκοπίας το 40% του χρέους μπορεί να ανακτηθεί.

Η διαδικασία σταδιακής καθιέρωσης στο πλαίσιο της παρούσας προσέγγισης μπορεί επίσης να οργανωθεί με διαφορετικούς τρόπους ανάλογα με τον επιθυμητό ρυθμό εισαγωγής. Στο πλαίσιο μιας επιταχυνθείσας σταδιακής καθιέρωσης, ένα ορισμένο μερίδιο από τα κυκλοφορούντα κρατικά ομόλογα της ευρωζώνης θα μπορούν να αντικατασταθούν από Ομόλογα Σταθερότητας σε προκαθορισμένη ημερομηνία χρησιμοποιώντας προκαθορισμένους συντελεστές. Έτσι θα δημιουργηθεί γρήγορα μια κρίσιμη μάζα κυκλοφορούντων Ομολόγων Σταθερότητας και μια αγορά με επαρκή ρευστότητα και με πλήρη καμπύλη απόδοσης αναφοράς. Ωστόσο, αυτό ενδέχεται να συνεπάγεται ότι τα περισσότερα κράτη μέλη θα φτάσουν στα ανώτατα όρια τη στιγμή της μετατροπής και ότι θα υποχρεωθούν να συνεχίσουν να αντλούν κεφάλαια από τις αγορές με εθνικά ομόλογα. Με βάση τις ισχύουσες συνθήκες της αγοράς αυτό ενδέχεται να αποτελέσει μειονέκτημα για ορισμένα κράτη μέλη. Στο πλαίσιο μιας πιο σταδιακής καθιέρωσης, όλες (ή σχεδόν όλες) οι νέες μεγάλες εκδόσεις ομολόγων των κρατών μελών θα είναι Ομόλογα Σταθερότητας μέχρι να επιτευχθεί το ο στόχος του ανώτατου ορίου για την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας. Δεδομένου ότι για αρκετά χρόνια θα εκδίδονται μόνον (ή σχεδόν μόνον) Ομόλογα Σταθερότητας, η παρούσα προσέγγιση θα συμβάλλει στην μείωση της πίεσης της αγοράς και θα εξασφαλίσει στα ευάλωτα κράτη μέλη χρόνο για να τεθούν σε ισχύ οι μεταρρυθμίσεις. Ωστόσο, για την μεταβατική περίοδο προκύπτουν συγκεκριμένες προκλήσεις αφού οι υπερχρεωμένες χώρες έχουν τυπικά μεγαλύτερες και συχνότερες ανακυκλώσεις του χρέους. Εκτός και αν συμφωνηθούν άλλες διευθετήσεις, η αντικατάσταση του χρέους τους με Ομόλογα Σταθερότητας μέχρι το ανώτατο όριο θα είναι ταχύτερη από το μέσο όρο, ενώ για τις χώρες με χρέος κάτω του ανώτατου ορίου η αντικατάσταση θα είναι βραδύτερη. Συνεπώς, ο μεμονωμένος κίνδυνος, τον οποίο καλύπτει μια ενδεχόμενη «από κοινού και εις ολόκληρον» εγγύηση θα έχει μετατοπιστεί προς μεγαλύτερες τιμές κατά την μεταβατική περίοδο ενώ από την άλλη πλευρά οι επιπτώσεις της ρευστότητας που πρέπει να αντισταθμίσει τις χώρες AAA θα εξακολουθήσει να είναι περιορισμένες. Η εν λόγω ιδιαιτερότητα ενδεχομένων να πρέπει να αντικατοπτρίζεται στις διευθετήσεις όσον αφορά την διακυβέρνηση. Για παράδειγμα, μια εναλλακτική επιλογή θα μπορούσε να είναι ο καθορισμός ετήσιων προκαθορισμένων ανώτατων ορίων, που θα αυξάνονται βραδέως από μηδέν έως την επιθυμητή μακροπρόθεσμη τιμή.

Λόγω της ανάγκης τροποποιήσεων της Συνθήκης, η εφαρμογή της παρούσας προσέγγισης θα απαιτήσει, όπως και η Προσέγγιση αριθ. 1, σημαντικό χρόνο, αν και ο πιο περιορισμένος βαθμός των απαιτούμενων τροποποιήσεων σχετικά με την οικονομική και δημοσιονομική διακυβέρνηση, λόγω της μερικής εξάρτησης των αγορών για σηματοδότηση και πειθαρχία, μπορεί να καταστήσει την διαδικασία εφαρμογής λιγότερο πολύπλοκη και χρονοβόρα.

Πλαίσιο 3: Ταμείο απόσβεσης χρέους και ασφαλή ομόλογα

Ως συγκεκριμένο παράδειγμα της προσέγγισης για τη μερική έκδοση το γερμανικό συμβούλιο οικονομικών εμπειρογνομόνων παρουσίασε στην ετήσια έκθεσή του για το 2011/12²⁴ πρόταση για ασφαλή ομόλογα που αποτελεί μέρος στρατηγικής μείωσης του χρέους ολόκληρης της ευρωζώνης με στόχο να επιτευχθεί περιορισμός του δημόσιου χρέους κάτω του ανώτατου ορίου του 60% που προβλέπεται στη συνθήκη του Μάαστριχτ.

Ένας από τους πυλώνες της στρατηγικής είναι το αποκαλούμενο ταμείο απόσβεσης χρέους. Το ταμείο απόσβεσης θα συγκεντρώσει το δημόσιο χρέος που υπερβαίνει το 60% του ΑΕΠ

Η εφαρμογή της άποψης αυτής στο δημόσιο χρέος, ένα ανώτατο όριο κάτω της τιμής ανάκτησης θα συνεπαγόταν ότι χρέος που εκδίδεται βάσει του από κοινού συστήματος θα εξυπηρετηθεί υπό οιοσδήποτε συνθήκες.

²⁴ Δημοσιεύτηκε στις 9 Νοεμβρίου 2011, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, παράγραφοι 9-13 και 184-197

των μεμονωμένων κρατών μελών της ευρωζώνης. Θα στηριχτεί στην από κοινού ευθύνη. Κάθε συμμετέχουσα χώρα, στο πλαίσιο καθορισμένου σχεδίου εξυγίανσης, θα υποχρεωθεί να εξοφλήσει αυτόνομα το μεταφερθέν χρέος εντός περιόδου 20 έως 25 ετών. Η από κοινού υποχρέωση κατά την φάση αποπληρωμής σημαίνει την δημιουργία ασφαλών ομολόγων. Στην πράξη, το ταμείο απόσβεσης θα εκδίδει ασφαλή ομόλογα και τα έσοδα θα χρησιμοποιούνται από τις συμμετέχουσες χώρες για να καλυφθούν οι προσυμφωνημένες τρέχουσες ανάγκες χρηματοδότησης για την απόσβεση των κυκλοφορούντων ομολόγων και του νέου δανεισμού. Συνεπώς, η μεταφορά του χρέους θα σημειωθεί σταδιακά επί περίοδο σχεδόν μιας πενταετίας. Τα κράτη μέλη με χρέος άνω του 60% του ΑΕΠ δεν θα χρειάζεται συνεπώς να ζητούν χρηματοδότηση στην αγορά κατά τη διάρκεια της φάσης επαναφοράς εφόσον δεν αποκλίνουν από το προσυμφωνημένο σχέδιο μείωσης του χρέους. Μετά τη φάση επαναφοράς τα επίπεδα του ανεξόφλητου χρέους στην ευρωζώνη θα περιλαμβάνουν: (i) εθνικό χρέος μέχρι το 60% του ΑΕΠ της χώρας, και (ii) χρέος που έχει μεταφερθεί στο ταμείο απόσβεσης το οποίο θα ανέρχεται στο υπόλοιπο του χρέους κατά τη στιγμή της μεταφοράς. Ορισμένα ζητήματα παραμένουν ανοικτά, για παράδειγμα ο κίνδυνος του ταμείου, και η επίπτωση στην εκ των πραγμάτων μεγαλύτερη εξοφλητική προτεραιότητα σε σχέση με την υποθήκευση των ομολόγων του ταμείου.

Η πρόταση του γερμανικού συμβουλίου οικονομικών εμπειρογνομόνων συνδυάζει (προσωρινή) από κοινού έκδοση και αυστηρούς κανόνες για την δημοσιονομική προσαρμογή. Δεν αποτελεί πρόταση για Ομόλογα Σταθερότητας κατά την έννοια της παρούσας Πράσινης Βίβλου δεδομένου ότι η από κοινού έκδοση θα είναι προσωρινή και θα χρησιμοποιηθεί μόνο για κράτη μέλη με ποσοστά δημόσιου χρέους άνω του 60% του ΑΕΠ. Αντίθετα το γερμανικό συμβούλιο οικονομικών εμπειρογνομόνων προτείνει την εισαγωγή προσωρινού εργαλείου χρηματοδότησης που θα δώσει σε όλα τα κράτη μέλη της ευρωζώνης χρόνο και χρηματοπιστωτικό περιθώριο προκειμένου να μειώσουν το χρέος τους κάτω του 60% του ΑΕΠ. Μόλις επιτευχθεί ο εν λόγω στόχος το ταμείο και τα ασφαλή ομόλογα θα ρευστοποιηθούν αυτόματα. Συνεπώς, τα ασφαλή ομόλογα είναι ένα εργαλείο αντιμετώπισης της κρίσης και όχι τρόπος μόνιμης ενοποίησης των αγορών κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης. Ωστόσο, αν και προσωρινό, το ταμείο απόσβεσης χρέους μπορεί να συμβάλλει στην επίλυση του σημερινού εμφανούς προβλήματος χρέους.

2.3. Προσέγγιση αριθ. 3: Μερική υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας με εγγυήσεις εις ολόκληρον αλλά όχι από κοινού

Βάσει της παρούσας προσέγγισης τα Ομόλογα Σταθερότητας θα υποκαταστήσουν πάλι μόνο εν μέρει τα εθνικά ομόλογα και θα υποστηριχτούν από κατ' αναλογία εγγυήσεις των κρατών μελών της ευρωζώνης²⁵. Η προσέγγιση αυτή διαφέρει από την Προσέγγιση αριθ. 2 επειδή τα κράτη μέλη θα διατηρήσουν την ευθύνη για τα αντίστοιχα μερίδια τους στις εκδόσεις Ομολόγων Σταθερότητας καθώς και για τα εθνικά τους ομόλογα. Ωστόσο, τα ζητήματα που αφορούν την κατανομή μεταξύ εκδόσεων εθνικών και Ομολόγων Σταθερότητας, συμπεριλαμβανομένης και της επιλογής του ανώτατου ορίου για την έκδοση των Ομολόγων Σταθερότητας θα είναι εν πολλοίς τα ίδια.

Από την παρούσα προσέγγιση για τα Ομόλογα Σταθερότητας θα προκύψουν λιγότερα από τα οφέλη της από κοινού έκδοσης αλλά θα απαιτηθεί και η εκπλήρωση λιγότερων προϋποθέσεων. Λόγω της εις ολόκληρον αλλά όχι από κοινού εγγυήσεις, οι επιπτώσεις του ηθικού κινδύνου θα αμβλυνθούν. Τα κράτη μέλη δεν θα μπορούν να εκδίδουν ομόλογα επωφελούμενα από την πιθανώς ανώτερη πιστωτική ποιότητα άλλων κρατών μελών. Επιπλέον, η συνεχιζόμενη έκδοση εθνικών ομολόγων θα εκθέτει τα κράτη μέλη στην εξέταση και την κρίση της αγοράς που θα αποτελεί πρόσθετο και ενδεχομένως κατά καιρούς και ισχυρό αντικίνητρο για ανεύθυνη δημοσιονομική συμπεριφορά. Αν και η παρούσα προσέγγιση θα χρησίμευε λιγότερο για να ευνοήσει την αποτελεσματικότητα και την σταθερότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς μπορεί να υλοποιηθεί ευκολότερα και ταχύτερα. Με δεδομένες τις εις ολόκληρον αλλά μη από κοινού εγγυήσεις, τα κράτη μέλη που υπόκεινται σε υψηλά ασφάλιστρα κινδύνου της αγοράς θα επωφεληθούν πολύ λιγότερο από την πιστοληπτική ικανότητα των κρατών μελών χαμηλής απόδοσης σε σχέση με την Προσέγγιση αριθ. 2 και ακόμη λιγότερο σε σχέση με την Προσέγγιση αριθ. 1. Κατά την έννοια αυτή, η δυναμική συμβολή της Προσέγγισης αριθ. 3 στην άμβλυνση της κρίσης δημόσιου χρέους στην ευρωζώνη και οι δυναμικές της επιπτώσεις στον χρηματοπιστωτικό κλάδο θα είναι πολύ πιο περιορισμένη. Ωστόσο, με δεδομένη την ενδεχομένως πολύ ταχύτερη εφαρμογή της παρούσας προσέγγισης, ενδέχεται, σε αντίθεση με τις άλλες δύο προσεγγίσεις να συμβάλλει δυναμικά στην αντιμετώπιση τρέχουσας κρίσης δημόσιου χρέους.

Το ζωτικό ζήτημα της παρούσας προσέγγισης είναι η φύση των εγγυήσεων που υποστηρίζουν το Ομόλογο Σταθερότητας. Ελλείψει οιασδήποτε πιστωτικής ενίσχυσης, η πιστωτική ποιότητα Ομολόγου Ποιότητας που θα υποστηρίζεται από εις ολόκληρον αλλά όχι από κοινού εγγυήσεις στην καλύτερη περίπτωση θα είναι ο (σταθμισμένος) μέσος όρος των πιστωτικών ποιοτήτων των κρατών μελών της ευρωζώνης. Θα μπορούσε ακόμη και να προσδιοριστεί από την πιστωτική ποιότητα του κράτους μέλους με την χαμηλότερη αξιολόγηση, εκτός και αν απολαμβάνει αξιόπιστη προτεραιότητα σε σχέση με τα εθνικά ομόλογα στην περίπτωση όλων των κρατών μελών (βλέπε στη συνέχεια). Αυτό θα μπορούσε να μειώσει την αποδοχή του μέσου από τους επενδυτές και από τα κράτη μέλη με υψηλότερη αξιολόγηση και να υπονομεύσει τα οφέλη των Ομολόγων Σταθερότητας, ιδίως την ανθεκτικότητά τους σε περιόδους χρηματοπιστωτικών πιέσεων.

Προκειμένου να αυξηθεί η αποδοχή του Ομολόγου Σταθερότητας βάσει της παρούσας προσέγγισης, η ποιότητα των υποκείμενων εγγυήσεων μπορεί να ενισχυθεί. Τα κράτη μέλη μπορούν να εξασφαλίσουν προτεραιότητα στην εξυπηρέτηση του χρέους των Ομολόγων Σταθερότητας. Επιπλέον, τα κράτη μέλη μπορούν να παραχωρήσουν υποθήκες, όπως μετρητά, αποθέματα χρυσού, που υπερβαίνουν κατά πολύ τις ανάγκες στις

²⁵ Η προσέγγιση αυτή εξετάστηκε στην έκθεση της ομάδας Giovannini (2000) – αν και μέσω αποκεντρωμένης έκδοσης και προτάθηκε πρόσφατα από τους De Grauwe και Moesen (2009), τον Monti (2010) και τους Juncker και Tremonti (2010).

περισσότερες χώρες της ΕΕ καθώς και να δεσμεύσουν συγκεκριμένα φορολογικά έσοδα για την εξυπηρέτηση των Ομολόγων Σταθερότητας. Πολύ περισσότερο από την Προσέγγιση αριθ. 2, όπου το κοινό μέρος υποστηρίζεται από κοινή και εις ολόκληρον εγγυήσεις, η δυνατότητα υλοποίησης της παρούσας εναλλακτικής επιλογής εξαρτάται από το καθεστώς προτεραιότητας του από κοινού εκδότη και από το συντετό όριο για την από κοινού έκδοση. Από αυτό προκύπτει η ανάγκη για προσεκτική ανάλυση των επιπτώσεων της παρούσας εναλλακτικής επιλογής όσον αφορά τα υπάρχοντα κυκλοφορούντα ομόλογα, τα οποία μπορεί να περιλαμβάνουν ορισμένους όρους αρνητικών δεσμεύσεων, και για τον προσδιορισμό των ενδεικνυόμενων λύσεων.

Παρόλο που υπό κανονικές συνθήκες, το συνολικό κόστος του χρέους μιας χώρας πρέπει να παραμείνει σταθερό ή να μειωθεί, το οριακό κόστος του χρέους θα αυξηθεί. Αυτό θα συμβάλλει στον έλεγχο του ηθικού κινδύνου και στην τήρηση της δημοσιονομικής πειθαρχίας ακόμη και ελλείψει κάποιας ιδιαίτερης μορφής ενισχυμένης διακυβέρνησης ή δημοσιονομικής επιτήρησης. Κατά συνέπεια το Ομόλογο Σταθερότητας θα αποτελέσει σύνδεσμο και θα ενισχύσει την αποτελεσματικότητα της νεοθεσπισθείσας δέσμης διακυβέρνησης, εάν τα ποσά που θα χρηματοδοτηθούν μέσω από κοινού έκδοσης καθοριστούν σε στενή σχέση με τους δημοσιονομικούς στόχους που θεσπίζονται στα προγράμματα σταθερότητας και δημιουργούνται ισχυρά κίνητρα για την ταχεία μείωση του συνολικού επιπέδου του χρέους²⁶. Θα απέκλειε επίσης την ανάγκη για σχετική τροποποίηση της Συνθήκης. Ωστόσο, η διατήρηση της πιστωτικής ποιότητας του Ομολόγου Σταθερότητας είναι πολύ πιθανό να απαιτούσε παράγωγο δίκαιο για τον καθορισμό του καθεστώτος προτεραιότητας του Ομολόγου Σταθερότητας.

Οι εναλλακτικές δυνατότητες αντιμετώπισης των παραδοσιακών ομολόγων καθώς και τα αντίστοιχα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά τους θα είναι παρόμοια με εκείνα που περιγράφονται για την Προσέγγιση αριθ. 2.

Η παρούσα εναλλακτική επιλογή μπορεί να υλοποιηθεί σχετικά γρήγορα. Μπορεί να προχωρήσει χωρίς να απαιτηθούν τροποποιήσεις της Συνθήκης της ΕΕ, ενώ το παράγωγο δίκαιο μπορεί να συμβάλλει στην ενίσχυση της αρχής της προτεραιότητας. Επιπλέον, η υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας θα είναι μόνο μερική.

2.3.1. Συνδυασμός των προσεγγίσεων

Δεδομένου ότι το πεδίο εφαρμογής, οι φιλοδοξίες και ο απαιτούμενος χρόνος υλοποίησης κυμαίνονται για τις τρεις προσεγγίσεις, υπάρχει επίσης η δυνατότητα συνδυασμού τους. Η Προσέγγιση αριθ. 1 μπορεί να θεωρηθεί η πλέον φιλόδοξη, η οποία θα αποφέρει τα σημαντικότερα αποτελέσματα όσον αφορά την ενοποίηση της αγοράς και την ενίσχυση της σταθερότητας, αλλά μπορεί να απαιτήσει σημαντικό χρόνο για να υλοποιηθεί. Αντίστροφα, η Προσέγγιση αριθ. 3 με διαφορετικά πεδία εφαρμογής και δομή εγγυήσεων, φαίνεται ότι θα είναι ευκολότερα έτοιμη για ταχεία διασπορά. Κατά συνέπεια υφίσταται κάποιου είδους αντιστάθμιση μεταξύ της φιλοδοξίας των χαρακτηριστικών και του πεδίου εφαρμογής του Ομολόγου Σταθερότητας και της δυναμικής ταχύτητας υλοποίησης. Για να αντιμετωπιστεί η εν λόγω αντιστάθμιση οι διάφορες εναλλακτικές επιλογές μπορούν να συνδυαστούν ως διαδοχικά βήματα σε μια διαδικασία σταδιακής υλοποίησης: μια σχετικά έγκαιρη εισαγωγή

²⁶ Παρομοίως, αλλά προϋποθέτει τροποποίηση της Συνθήκης, ο Bini-Smaghi πρότεινε ευρωμόλογο με κατ' αναλογία εγγυήσεις αλλά με το δικαίωμα έκδοσης χρέους που μεταφέρεται από τα κράτη μέλη σε μια υπερεθνική υπηρεσία. Το χρέος μπορεί να εκδοθεί μέχρι τα όρια που συμφωνούνται στο Συμβούλιο στο πλαίσιο της ετήσιας έγκρισης των προγραμμάτων σταθερότητας, κάτι που θα καθιστούσε αδύνατη την έκδοση χρέους για την κάλυψη δαπανών πάνω από το όριο του χρέους που καθορίζεται κάθε χρόνο. Έτσι θα δημιουργηθεί ένα «φρένο στο χρέος», το οποίο θα υποχρέωνε μια χώρα να αποφασίσει εγκαίρως όταν το δημόσιο χρέος της πλησιάζει πολύ στο συμφωνημένο όριο.

βάσει της μερικής προσέγγισης και μιας εις ολόκληρον δομής εγγυήσεων, σε συνδυασμό με χάρτη πορείας προς περαιτέρω ανάπτυξη του υπόψη μέσου και της συναφούς ισχυρότερης διακυβέρνησης. Ένας τέτοιος αρχικός χάρτης πορείας μπορεί να συμβάλλει στην εξασφάλιση της αποδοχής από την αγορά των Ομολόγων Σταθερότητας από την αρχή.

2.3.2. Επιπτώσεις στα κράτη μέλη της ΕΕ εκτός ευρωζώνης και στις τρίτες χώρες

Η συμμετοχή στο πλαίσιο των Ομολόγων Σταθερότητας εννοείται ότι απευθύνεται στα κράτη μέλη της ευρωζώνης²⁷. Αυτό οφείλεται στην κοινή επιθυμία των κρατών μελών να εκδίδουν χρέος και να διατηρούν αγορές στο δικό τους νόμισμα και στο γεγονός ότι τα Ε-ομόλογα μπορεί να αποτελέσουν μέρος μεγαλύτερου βαθμού οικονομικής και πολιτικής ενοποίησης. Ωστόσο τα εν λόγω κράτη μέλη θα επηρεαστούν παρόλα αυτά από την εισαγωγή των Ομολόγων Σταθερότητας σε συνδυασμό με το ενισχυμένο πλαίσιο της οικονομικής διακυβέρνησης. Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα σε ολόκληρη την ευρωζώνη που ενισχύεται από τα Ομόλογα Σταθερότητας θα προκαλέσει ουσιαστική σταθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών και ιδρυμάτων στις εν λόγω χώρες. Το ίδιο θα ισχύσει και για κάθε τρίτη χώρα ανάλογα με την έκταση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών της δεσμών με την ευρωζώνη. Όμως, η δημιουργία μέσω των Ομολόγων Σταθερότητας μιας πολύ μεγάλης και υγιούς αγοράς για ασφαλή στοιχεία ενεργητικού ενδέχεται να αυξήσει τον ανταγωνισμό μεταξύ των χρηματοπιστωτικών αγορών προς το συμφέρον των επενδυτών.

Πίνακας 1: Ανασκόπηση των τριών κυρίων εναλλακτικών επιλογών

	(Επιλογή 1)	(Επιλογή 2)	(Επιλογή 3)
Κύρια χαρακτηριστικά			
– Βαθμός υποκατάστασης των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας	Πλήρης	Μερική	Μερική
– Δομή εγγυήσεων	Από κοινού και εις ολόκληρον	Από κοινού και εις ολόκληρον	Εις ολόκληρον (όχι από κοινού) με ενισχύσεις
Κύριες επιπτώσεις			
– στο μέσο κόστος χρηματοδότησης 1/ για το Ομόλογο Σταθερότητας συνολικά 2/ μεταξύ των χωρών	1/ Μεσαία θετική επίπτωση από την πολύ μεγάλη ρευστότητα που αντισταθμίζεται από ισχυρό ηθικό κίνδυνο. 2/ Ισχυρή μετακίνηση των κερδών από τις χώρες υψηλής αξιολόγησης στις χώρες χαμηλότερης αξιολόγησης	1/ Μεσαία θετική επίπτωση από ενδιάμεση ρευστότητα και περιορισμένο ηθικό κίνδυνο 2/ Μικρότερη μετακίνηση των κερδών από τις χώρες υψηλής αξιολόγησης στις χαμηλότερης αξιολόγησης. Εν μέρει πίεση της αγοράς στα κράτη μέλη με υψηλό	1/ Μεσαία θετική επίπτωση, χαμηλότερη ρευστότητα και αυστηρότερες πολιτικές λόγω ενισχυμένης πειθαρχίας της αγοράς 2/ Χωρίς επιπτώσεις μεταξύ των χωρών. Ισχυρότερη πίεση της αγοράς στα κράτη μέλη με υψηλό χρέος και πιστωτική αξιολόγηση υψηλού κινδύνου

²⁷ Ακόμη και αν, ιδίως στο πλαίσιο της Προσέγγισης αριθ. 3, η συμμετοχή κρατών μελών εκτός ευρωζώνης φαίνεται εφικτή.

			χρέος και πιστωτική αξιολόγηση υψηλού κινδύνου	
– στον δυνητικό ηθικό κίνδυνο (χωρίς ενισχυμένη διακυβέρνηση)	Υψηλός		Μέσος, αλλά ισχυρά κίνητρα της αγοράς για δημοσιονομική πειθαρχία	Χαμηλός, ισχυρά κίνητρα της αγοράς για δημοσιονομική πειθαρχία
– στην χρηματοπιστωτική ενοποίηση στην Ευρώπη	Υψηλή		Μέση	Μέση
– στην παγκόσμια ελκυστικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ	Υψηλή		Μέση	Μέση
– στην σταθερότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών	Υψηλή		Υψηλή, αλλά ορισμένες προκλήσεις σε περίπτωση μη βιώσιμων επιπέδων έκδοσης εθνικών ομολόγων	Χαμηλή, αλλά μπορεί να συμβάλλει στην αντιμετώπιση της τρέχουσας κρίσης χάρις στην ταχεία υλοποίησή της
Ζητήματα νομικής φύσεως	Δυνητική τροποποίηση Συνθήκης	της	Δυνητική τροποποίηση της Συνθήκης	της
Απαιτούμενος ελάχιστος χρόνος υλοποίησης	Μεγάλος		Μεσαίος έως μεγάλος	Μικρός

3. ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΑ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑΣ

3.1. Ιστορικό

Το πλαίσιο δημοσιονομικής σταθερότητας έχει ήδη ενισχυθεί με την πρόσφατη μεταρρύθμιση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης συμπεριλαμβανομένων των νέων μηχανισμών επιβολής. Επιπλέον, πρέπει να ενισχυθεί περαιτέρω βραχυπρόθεσμα, ιδίως για τα κράτη μέλη της ευρωζώνης που έχουν ενταχθεί στη διαδικασία για τα υπερβολικά ελλείμματα ή/και που έχουν ζητήσει ή λαμβάνουν χρηματοδοτική συνδρομή, βάσει των πρόσφατων συμπερασμάτων των αρχηγών κρατών και κυβερνήσεων των κρατών μελών της ευρωζώνης και των προτάσεων της Επιτροπής για δύο νέους κανονισμούς βάσει του άρθρου 136:

- η πρόταση κανονισμού σχετικά με κοινές διατάξεις για την παρακολούθηση και αξιολόγηση των σχεδίων προϋπολογισμών και για την εξασφάλιση της διόρθωσης των υπερβολικών ελλειμμάτων των κρατών μελών στη ζώνη του ευρώ έχει τριπλό στόχο ήτοι α) να συμπληρώσει το ευρωπαϊκό εξάμηνο με κοινό χρονοδιάγραμμα για τον προϋπολογισμό με στόχο τον καλύτερο συγχρονισμό των βασικών βημάτων της σύνταξης τω εθνικών προϋπολογισμών· β) να συμπληρώσει το σύστημα πολυμερούς επιτήρησης των δημοσιονομικών πολιτικών (το προληπτικό σκέλος του ΣΣΑ) με πρόσθετες απαιτήσεις παρακολούθησης προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι οι συστάσεις πολιτικής της ΕΕ στον τομέα του προϋπολογισμού ενσωματώνονται κατάλληλα στην κατάρτιση των εθνικών προϋπολογισμών και γ) να συμπληρώσει τη διαδικασία διόρθωσης του υπερβολικού ελλείμματος του κράτους μέλους (το διορθωτικό σκέλος του ΣΣΑ) μέσω της στενότερης παρακολούθησης των δημοσιονομικών πολιτικών των κρατών μελών που έχουν υπαχθεί στη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος προκειμένου να εξασφαλιστεί η έγκαιρη και βιώσιμη διόρθωση των υπερβολικών ελλειμμάτων·
- η πρόταση κανονισμού για ενισχυμένη επιτήρηση εξασφαλίζει ότι ένα κράτος μέλος της ευρωζώνης θα πρέπει να υπαχθεί σε ενισχυμένη επιτήρηση όταν αντιμετωπίζει – ή κινδυνεύει να αντιμετωπίσει – σοβαρές δημοσιονομικές διαταραχές, με στόχο να εξασφαλιστεί η ταχεία επιστροφή στην κανονική κατάσταση και να προστατευθούν τα άλλα κράτη μέλη της ευρωζώνης έναντι αρνητικών δευτερογενών επιπτώσεων.

Οι εν λόγω νέοι κανονισμοί από κοινού με τις βαθιές αλλαγές που προκύπτουν από την μεταρρύθμιση του ΣΣΑ αποτελούν στερεό θεμέλιο για τον ενισχυμένο συντονισμό της δημοσιονομικής πολιτικής των κρατών μελών της ευρωζώνης.

Όμως, τα Ομόλογα Σταθερότητας εξακολουθούν να θέτουν ηθικούς κινδύνους και απαιτούν περαιτέρω ενίσχυση του πλαισίου, ανάλογα με την επιλεγείσα εναλλακτική επιλογή. Μπορούν να εντοπιστούν τρεις διαστάσεις ενός τέτοιου ενισχυμένου πλαισίου:

- Θα πρέπει να εξασφαλιστεί αυξημένη επιτήρηση και παρεμβατικότητα κατά τον σχεδιασμό και την εφαρμογή των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών πέραν τω πρόσφατων προτάσεων. Επιπλέον θα πρέπει να εξασφαλιστεί η πλήρης εξυπηρέτηση των Ομολόγων Σταθερότητας.
- Ταυτόχρονα, η ίδια η ύπαρξη των Ομολόγων Σταθερότητας μπορεί να μεταβάλλει ριζικά την δημοσιονομική διαδικασία, ιδίως μέσω των μηχανισμών κατανομής, και παρέχει ένα εργαλείο για την αποτελεσματική εφαρμογή ενός πλαισίου με βάση κανόνες για τις δημοσιονομικές πολιτικές.

- Μπορεί να επιβληθούν δημοσιονομικές προϋποθέσεις για την είσοδο στο σύστημα των Ομολόγων Σταθερότητας με αποτέλεσμα την ενίσχυση της αξιοπιστίας τόσο των υφιστάμενων σχεδίων προσαρμογής όσο και υπό κανονικές συνθήκες.

3.2. Αυξημένη επιτήρηση και παρεμβατικότητα στις εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές

Οι πρόσφατες και οι επικείμενες μεταρρυθμίσεις στον τομέα της επιτήρησης δημιουργούν μια υγιή βάση για τον περιορισμό των εν λόγω κινδύνων αλλά θα απαιτηθούν περισσότερα. Η εν λόγω ενίσχυση του πλαισίου μπορεί να εφαρμοστεί στην ενωσιακή επιτήρηση και στα εθνικά δημοσιονομικά πλαίσια.

Βάσει των αλλαγών που συζητούνται προς το παρόν, αυτό θα συνεπάγεται λεπτομερέστερη εξέταση των σχεδίων των προϋπολογισμών, όχι μόνο για τις χώρες σε δημοσιονομική δυσπραγία αλλά για όλα τα συμμετέχοντα κράτη μέλη. Μπορεί να απαιτείται έγκριση των προϋπολογισμών από την ΕΕ για τα συμμετέχοντα κράτη μέλη υπό ορισμένες περιστάσεις όπως σε περίπτωση υψηλού χρέους ή ελλείμματος. Επιπλέον, θα απαιτηθεί πολύ ισχυρότερο πλαίσιο επιτήρησης της εκτέλεσης του προϋπολογισμού. Αυτό μπορεί να περιλαμβάνει τακτική υποβολή εκθέσεων σε κοινές συναντήσεις επί του προϋπολογισμού, την ανάπτυξη μηχανισμών συναγερμού βάσει πινάκων δημοσιονομικών αποτελεσμάτων και την δυνατότητα διόρθωσης των αποκλίσεων κατά την εκτέλεση – για παράδειγμα με την ρητή πρόβλεψη εκ των προτέρων αποθεματικών στον προϋπολογισμό και την εξάρτηση της έναρξης ισχύος δαπανηρών νέων μέτρων από την πιστή εκτέλεση.

Τα εθνικά δημοσιονομικά πλαίσια θα ενισχυθούν στο σχετικά κοντινό μέλλον με την εφαρμογή της οδηγίας για τα δημοσιονομικά πλαίσια (η οποία μπορεί στην πραγματικότητα να επιταχυνθεί). Επιπλέον, βρίσκονται σε εξέλιξη συζητήσεις για επέκταση, μεταξύ άλλων και με την εισαγωγή κανόνων που θα μεταφέρουν το πλαίσιο του ΣΣΑ σε εθνική νομοθεσία, κατά προτίμηση σε επίπεδο συντάγματος, και με επαρκείς μηχανισμούς επιβολής. Άλλες δυνητικές ενισχύσεις ζωτικής σημασίας των εθνικών πλαισίων περιλαμβάνουν την θέσπιση δεσμευτικών μεσοπρόθεσμων πλαισίων, ανεξάρτητους φορείς για την αξιολόγηση των βασικών παραδοχών των εθνικών προϋπολογισμών και αποτελεσματικούς μηχανισμούς συντονισμού μεταξύ των επιπέδων της δημόσιας διοίκησης. Όσον αφορά το τελευταίο σημείο, η ομαδοποίηση του χρέους σε ευρωπαϊκό επίπεδο μπορεί να δώσει επιπλέον λόγους για την στενότερη προσέγγιση της διαχείρισης του χρέους από τους επιμέρους κλάδους της δημόσιας διοίκησης.

Τα εθνικά πλαίσια θα παίξουν επίσης σημαντικό ρόλο στην υποστήριξη της επιτήρησης στο επίπεδο της ΕΕ. Για παράδειγμα, τα κοινά χρονοδιαγράμματα για την κατάρτιση των προϋπολογισμών θα διευκολύνουν την επιτήρηση της ΕΕ (και μπορεί στην πραγματικότητα να είναι αναγκαία για να διαμορφωθεί η κατανομή των Ομολόγων Σταθερότητας στην πράξη). Παρομοίως, η ορθή παρακολούθηση της εκτέλεσης του προϋπολογισμού σε επίπεδο ΕΕ εξαρτάται από τις υγιείς εθνικές διευθετήσεις προς το σκοπό αυτό, γεγονός που μπορεί να απαιτήσει την θέσπιση κοινών προτύπων για τον έλεγχο και την κοινολόγηση.

Θα πρέπει να δημιουργηθεί ένα σύστημα που να εξασφαλίζει αξιόπιστα την πλήρη εξυπηρέτηση του χρέους κάθε κράτους μέλους που επωφελείται από την έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας. Αυτό συνεπάγεται ότι η εξυπηρέτηση των Ομολόγων Σταθερότητας ή πιο συγκεκριμένα η πληρωμή των τόκων της από κοινού έκδοσης δεν θα πρέπει να αμφισβητηθεί σε καμία περίπτωση. Μια εναλλακτική επιλογή προς το σκοπό αυτό θα είναι να παρασχεθεί εκτεταμένη εξουσία διείσδυσης σε επίπεδο ΕΕ στις περιπτώσεις σοβαρής δημοσιονομικής δυσπραγίας, συμπεριλαμβανομένης και της δυνατότητας το κράτος μέλος που χρεοκοπεί να τεθεί υπό κάποια μορφή «διοίκησης». Άλλη επιλογή, όπως ήδη αναφέρθηκε στο προηγούμενο τμήμα, που ενδεχομένως να παραβιάζει λιγότερο την εθνική κυριαρχία θα ήταν η εισαγωγή ρήτρας για τις συμμετέχουσες χώρες σχετικά με την

προτεραιότητα της εξυπηρέτησης του χρέους στο σύστημα των Ομολόγων Σταθερότητας πριν από οιαδήποτε άλλη δαπάνη των εθνικών προϋπολογισμών. Οι κανόνες αυτοί θα πρέπει να έχουν αυστηρή νομική ισχύ, κατά προτίμηση στο επίπεδο του συντάγματος. Επιπλέον και σύμφωνα με τα παραπάνω, οι υποχρεώσεις έναντι του συστήματος των Ομολόγων Σταθερότητας θα πρέπει να έχουν προτεραιότητα έναντι των (υπόλοιπων) νέων εθνικών ομολόγων, εάν υπάρχουν.

3.3. Τα Ομόλογα Σταθερότητας ως συνιστώσα ενός βελτιωμένου δημοσιονομικού πλαισίου

Παρόλο που τα Ομόλογα Σταθερότητας δημιουργούν πιθανότητες ηθικών κινδύνων, μπορούν επίσης να αλλάξουν ριζικά τους όρους υπό τους οποίους διαμορφώνονται και εφαρμόζονται οι δημοσιονομικές πολιτικές. Αυτό ισχύει κυρίως επειδή οι ευρωπαϊκές οδηγίες για τις εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές θα μεταφραστούν σε απτούς αριθμούς από την ίδια τη διαδικασία καθορισμού των κατανομών των δανείων στα συμμετέχοντα κράτη μέλη. Στην πραγματικότητα, η λειτουργία των Ομολόγων Σταθερότητας θα απαιτήσει, βάσει όλων των αναλυθεισών εναλλακτικών επιλογών, απαιτούν την εκ των προτέρων θέσπιση ανωτάτων ορίων για τον εθνικό δανεισμό που στη συνέχεια θα πλαισιώσουν ή τουλάχιστον θα επηρεάσουν τους εθνικούς προϋπολογισμούς, ιδίως στην περίπτωση μακρόπνοων επιλογών (δηλ. της Προσέγγισης αριθ. 1 ανωτέρω) στις περιπτώσεις που τα Ομόλογα Σταθερότητας θα αναμένεται ότι θα καλύψουν όλες ή το μεγαλύτερο μέρος των νέων αναγκών χρηματοδότησης των χωρών που συμμετέχουν. Υπό την έννοια αυτή, τα Ομόλογα Σταθερότητας μπορεί να θεωρηθούν όχι μόνο ως δυνητική πηγή ηθικού κινδύνου αλλά και ως κίνητρο για καλύτερο συντονισμό των δημοσιονομικών πολιτικών μέσω της αποτελεσματικής εφαρμογής ενός πλαισίου με βάση κανόνες.

Εάν τα Ομόλογα Σταθερότητας εξασφαλίσουν όλη ή το μεγαλύτερο μέρος της κρατικής χρηματοδότησης (δηλ. Προσέγγιση αριθ. 1) το πλαίσιο για τις κατανομές βάσει του συστήματος των Ομολόγων Σταθερότητας πρέπει να διέπεται από σαφείς αρχές:

- (1) *Οι μέγιστες κατανομές πρέπει να στηρίζονται σε επαρκώς υγιείς δημοσιονομικούς κανόνες, με φυσική βάση το πλαίσιο που παρέχει το ΣΣΑ. Κατά συνέπεια οι κανόνες θα παρέχουν ισχυρά κίνητρα για υπεύθυνη δημοσιονομική συμπεριφορά.*
- (2) *Οι εν λόγω κατευθυντήριες γραμμές πρέπει να καλύπτουν τον βαθμό ευελιξίας για την αντιμετώπιση απρόβλεπτων εξελίξεων και για την ελαχιστοποίηση του κινδύνου πολιτικών που προωθούν κυκλική πορεία. Ένα ζήτημα ζωτικής σημασίας θα είναι αν η δημοσιονομική ευελιξία για την αντιμετώπιση των πληγμάτων, είτε αυτά αφορούν την συγκεκριμένη χώρα είτε ολόκληρη την ευρωζώνη, θα εξασφαλίζεται από την συμπληρωματική έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας ή αν θα πρέπει να εξαρτηθεί από την έκδοση εθνικών ομολόγων (εφόσον εξακολουθεί να υπάρχει αυτή η δυνατότητα). Όσο περισσότερη ευελιξία επιτρέπεται στο πλαίσιο του συστήματος τόσο μεγαλύτερη η ανάγκη για περιοριστικούς μηχανισμούς (όπως λογαριασμούς ελέγχου) για να εξασφαλιστεί ότι η ευελιξία παραμένει εντός των προκαθορισμένων ορίων και αποφεύγεται το «έρπον χρέος».*
- (3) *Οι κανόνες πρέπει πιθανώς να περιλαμβάνουν κάποια μορφή σταδιακής αντιμετώπισης των επισφαλών δημοσιονομικών εξελίξεων. Η εν λόγω σταδιακή αντιμετώπιση μπορεί να λάβει τη μορφή ενισχυμένης επιτήρησης, διείσδυσης στις εθνικές δημοσιονομικές πολιτικές, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω.*

Επιπλέον, το σύστημα πρέπει να περιέχει ενσωματωμένα οικονομικά κίνητρα για υγιείς δημοσιονομικές πολιτικές. Αν και οι αποδόσεις των Ομολόγων Σταθερότητας θα στηρίζονται στην αγορά, το κόστος χρηματοδότησης μπορεί να διαφοροποιηθεί για τα

διάφορα κράτη μέλη ανάλογα με τις δημοσιονομικές τους καταστάσεις ή τις δημοσιονομικές τους πολιτικές, ή την πιστοληπτική τους ικανότητα στην αγορά, όπως αντικατοπτρίζεται στα ασφάλιστρα κινδύνου των εθνικών ομολόγων σε σχέση με τα κοινά ομόλογα. Αυτό θα αποτελέσει κίνητρο για υγιείς δημοσιονομικές πολιτικές στο πλαίσιο του συστήματος και θα αποτελέσει απομίμηση της πειθαρχία της αγοράς κατά ομαλότερο και πιο συνεκτικό τρόπο σε σχέση με τις αγορές. Ένα τέτοιο κίνητρο που θα υφίσταται αυτόματα στο πλαίσιο της επιλογής με τις εις ολόκληρον εγγυήσεις, μπορεί να ενισχυθεί περαιτέρω με επιτόκια «καταστολής» σε περίπτωση αποκλίσεων από τα σχέδια.

3.4. Δημοσιονομικές προϋποθέσεις για την είσοδο στο σύστημα

Για να υλοποιηθεί το όραμα των Ομολόγων Σταθερότητας ως πραγματικών «ομολόγων σταθερότητας» ενδέχεται η θέσπιση μακροοικονομικών και δημοσιονομικών όρων για τα κράτη μέλη που επιθυμούν να εισέλθουν και να παραμείνουν στο σύστημα. Για παράδειγμα, κράτη μέλη ενδέχεται να εμποδιστούν να συμμετάσχουν στα Ομόλογα Σταθερότητας εάν δεν τήρησαν τις δεσμεύσεις τους βάσει του ΣΣΑ ή βάσει ενισχυμένου δημοσιονομικού πλαισίου. Εναλλακτικά, τα κράτη μέλη που δεν πέτυχαν του δημοσιονομικούς τους στόχους ενδέχεται να υποχρεωθούν να δώσουν (πρόσθετες) υποθήκες για την έκδοση νέων Ομολόγων Σταθερότητας ή μπορεί να υποβληθούν σε προσαύξηση του επιτοκίου. Η πρόσβαση μπορεί επίσης να περιοριστεί ανάλογα με το βαθμό της μη συμμόρφωσης, δηλ. απόκλιση του γενικού προϋπολογισμού κατά μια ποσοστιαία μονάδα του ΑΕΠ μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του δικαιώματος έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας κατά ορισμένες ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ.

Η προσέγγιση αυτή αναμένεται να αποφέρει ορισμένα οφέλη:

- Πρώτον, στην έκταση που επιθυμούν να συμπεριληφθούν στο σύστημα των Ομολόγων Σταθερότητας τα κράτη μέλη θα έχουν πρόσθετα κίνητρα να εφαρμόσουν πλήρως τα μέτρα εξυγίανσης και μεταρρύθμισης για τα οποία έχουν ήδη δεσμευτεί, κατά τρόπο παρόμοιο με τις προσπάθειες σύγκλισης που ανέλαβαν για να υιοθετήσουν το ευρώ.
- Δεύτερον, οι χρηματοπιστωτικές αγορές και οι εταιρείες γενικά θα θεωρήσουν τα σχέδια εξυγίανσης ως πιο αξιόπιστα δοθείσας της προοπτικής των Ομολόγων Σταθερότητας. Συνεπώς, η προοπτική συμμετοχής στο σύστημα των Ομολόγων Σταθερότητας θα αυξήσει την εμπιστοσύνη ήδη στο σχετικά βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Αυτή η ανανεωμένη εμπιστοσύνη μπορεί να διευκολύνει τις δημοσιονομικές προσαρμογές σε ορισμένες χώρες.
- Τέλος, οι αυστηροί δημοσιονομικοί όροι για την είσοδο και την συνεχή συμμετοχή θα παίξουν σημαντικό ρόλο στην μείωση των ποσοστών χρέους και των δανειακών αναγκών πριν τη συμμετοχή των αντίστοιχων χωρών στο σύστημα των Ομολόγων Σταθερότητας. Έτσι μπορεί να μειωθούν τα ασφάλιστρα κινδύνου και οι αποδόσεις των Ομολόγων Σταθερότητας.

Η εν λόγω προσέγγιση σημαίνει ότι τα κράτη μέλη θα χρειαστούν να διατηρήσουν επιπλέον δυνατότητες χρηματοδότησης, σε περίπτωση που δεν ικανοποιήσουν τους εν λόγω όρους. Συνεπώς, τα Ομόλογα Σταθερότητας δεν θα αντικαταστήσουν αναγκαστικά ολόκληρο το σύστημα εκδόσεως ομολόγων στα κράτη μέλη της ευρωζώνης. Επίσης ίσως να απαιτηθεί ο ορισμός ιδρύματος ή φορέα υπεύθυνου για την παρακολούθηση της συμμόρφωσης με τα εν λόγω κριτήρια εισόδου (για παράδειγμα αλλά όχι απαραίτητα το γραφείο διαχείρισης χρέους).

4. ΘΕΜΑΤΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

4.1.1. Οργανωτικό πλαίσιο

Σχετικά με την οργάνωση της έκδοσης Ομολόγων Σταθερότητας θα πρέπει να ληφθούν αποφάσεις επί σειράς τεχνικών θεμάτων. Θα πρέπει να καθοριστεί κυρίως η θεσμική δομή των εργασιών χρηματοδότησης δηλ. αν θα πρέπει να ιδρυθεί ένα κεντρικό γραφείο διαχείρισης χρέους (ΓΔΧ) ή αν οι βασικές λειτουργίες μπορούν να πραγματοποιηθούν αποκεντρωμένα από τα εθνικά δημόσια ταμεία και τα εθνικά ΓΔΧ. Όσον αφορά την αποκεντρωμένη προσέγγιση η έκδοση θα πρέπει να διεξάγεται υπό ομοίμορφους όρους και διαδικασίες και θα απαιτεί υψηλό βαθμό συντονισμού. Αν και με την κεντρική προσέγγιση θα αποφευχθεί ο συντονισμός των εκδόσεων ομολόγων, θα συνεχίσει να απαιτεί την διαβίβαση λεπτομερών και αξιόπιστων πληροφοριών σχετικά με τις ανάγκες χρηματοδότησης των κρατών μελών έτσι ώστε να προγραμματίζονται οι εκδόσεις. Όσον αφορά την δομή της κεντρικής υπηρεσίας εκδόσεων φαίνονται εφικτές αρκετές εναλλακτικές επιλογές, συμπεριλαμβανομένων των εξής: α) η Ευρωπαϊκή Επιτροπή μπορεί να ενεργήσει ως ΓΔΧ και αυτό θα επιτρέψει την ταχεία εισαγωγή του Ομόλογου Σταθερότητας και θα επιτρέψει την χρήση του μέσου για την διαχείριση της τρέχουσας κρίσης· ή β) το EFSF/EMΣ μπορεί να μετατραπεί σε πλήρες ΓΔΟ· ή γ) μπορεί να δημιουργηθεί ένα νέο ΓΔΧ της ΕΕ²⁸, το οποίο θα χρειαστεί κάποιος χρόνος μέχρι να καταστεί επιχειρησιακό. Το ακριβές διοικητικό κόστος της εισαγωγής των Ομολόγων Σταθερότητας δεν μπορεί να υπολογιστεί χωρίς τον εκ των προτέρων προσδιορισμό όλων των υπόλοιπων λεπτομερειών. Το μέγεθός τους θα έχει επίσης επιπτώσεις στους προϋπολογισμούς των κρατών μελών.

Σημαντικό τεχνικό ζήτημα ενδέχεται να είναι ο τρόπος με τον οποίο το ΓΔΧ θα δανείζει εκ νέου στα κράτη μέλη τα συγκεντρωθέντα κονδύλια. Κατ' αρχήν υφίστανται δύο εναλλακτικές επιλογές που όμως μπορούν και να συνδυαστούν: α) εκ νέου δανεισμός υπό τη μορφή άμεσων δανείων, στο πλαίσιο του οποίου το κράτος μέλος θα λάβει την χρηματοδότησή του μέσω δανειακής σύμβασης· και β) άμεση αγορά από τα κράτη μέλη όλων, ή της συμφωνηθείσας ποσότητας κυβερνητικών ομολόγων από το ΓΔΧ στην πρωτογενή αγορά. Η παραπάνω δεύτερη εναλλακτική επιλογή θα επιτρέψει στο ΓΔΧ να αγοράζει επίσης, εάν απαιτηθεί, και ανεξόφλητο δημόσιο χρέος στην δευτερογενή αγορά.

Θα απαιτηθεί επίσης η οργάνωση της αποπληρωμής των ομολόγων. Ο πλέον άμεσος τρόπος να γίνει αυτό θα είναι μέσω μεταφορών από τις εθνικές αρχές προς την υπηρεσία έκδοσης που θα οργανώσει την εξόφληση των κατόχων των ομολόγων. Για να εξασφαλιστεί η εμπιστοσύνη των φορέων της αγοράς ότι η εξυπηρέτηση του χρέους θα είναι πάντα διασφαλισμένη και δεν θα σημειώνονται καθυστερήσεις στις πληρωμές, το ΓΔΧ θα πρέπει να διαθέτει σταθερή και προβλέψιμη ροή εισοδήματος. Παρόλο που τα κράτη μέλη θα πρέπει να εγγυηθούν τις υποχρεώσεις του εν λόγω φορέα, θα πρέπει να επαληθευτεί αν κάτι τέτοιο θα είναι επαρκές ή εάν ενδέχεται να απαιτηθούν πρόσθετες υποθήκες ή κεφάλαια κάλυψης ζημιών. Τα υφιστάμενα εθνικά γραφεία διαχείρισης χρέους αποτελούν μέρος των εθνικών δημοσιονομικών οργάνων και υποστηρίζονται από την εξουσία των κυβερνήσεων να επιβάλουν φόρους. Το γραφείο διαχείρισης χρέους σε υπερεθνικό επίπεδο δεν θα διαθέτει παρόμοια άμεση σχέση με τα εισοδήματα από φόρους, γεγονός που ενδέχεται να μειώσει την αποδοχή της αγοράς στα υπό έκδοση χρεόγραφα.

Ακόμη και με Ομόλογα Σταθερότητας, θα υφίσταται ανάγκη για την διαχείριση της ρευστότητας των κρατών μελών. Ενδέχεται στην πράξη να είναι σχεδόν αδύνατον να σχεδιαστεί η έκδοση ομολόγων έτσι ώστε να εξασφαλιστεί πλήρης αντιστοιχία με τις ροές

²⁸ Μεταβατικά, μπορεί να υπάρχει μια υπηρεσία της Επιτροπής με προσωπικό της Επιτροπής και προσωπικό από εθνικά ΓΔΧ προσωρινής απασχόλησης που μπορεί αργότερα να μετατραπεί σε ΓΔΧ εάν απαιτηθεί.

πληρωμών των κρατών μελών. Κατά συνέπεια θα υπάρξει ανάγκη να συμπληρωθεί η έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας με την διαχείριση της ρευστότητας σε καθημερινή βάση, η οποία πρέπει να παραμείνει υπό την αρμοδιότητα των εθνικών αρχών. Μια εναλλακτική επιλογή θα μπορούσε να είναι το να εστιάζεται η έκδοση των Ομολόγων Σταθερότητας στις μεσοπρόθεσμες ανάγκες χρηματοδότησης και οι εθνικές αρχές θα μπορούν να διαχειρίζονται τα προφίλ πληρωμών μέσω βραχυπρόθεσμων καταθέσεων και δανείων ή χαρτονομισμάτων. Ανεξάρτητα από το οργανωτικό πλαίσιο θα πρέπει να καταρτιστούν διαδικασίες για τον συντονισμό των σχεδίων χρηματοδότησης των μεμονωμένων κρατών μελών, με στόχο την ανάπτυξη ζητημάτων αναφοράς και την κατάρτιση μιας πλήρους καμπύλης απόδοσης αναφοράς.

4.1.2. Σχέση με τον ΕΜΣ

Η σύσταση ενός οργανισμού για την από κοινού έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας για τα κράτη μέλη της ευρωζώνης ενδέχεται να απαιτήσει αποσαφήνιση της κατανομής των καθηκόντων με τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας. Κατ' αρχάς μπορούν να υιοθετηθούν δύο κύριες απόψεις: Ο ΕΜΣ μπορεί να θεωρηθεί ως πλεονάζων, δεδομένου ότι η από κοινού έκδοση σε συνδυασμό με τους κανόνες ενισχυμένης δημοσιονομικής επιτήρησης, μπορεί να υποκαταστήσει το ρόλο της οργάνωσης των ζητημάτων που συνδέονται με την κανονική χρηματοδότηση των κυβερνήσεων των κρατών μελών καθώς και της κατ' εξαίρεση πρόσθετης χρηματοδότησης σε περίπτωση σοβαρών δυσκολιών ενός κράτους μέλους. Ωστόσο, η ανάμιξη των ρόλων της διαχείρισης του χρέους και της επείγουσας χρηματοδότησης ενδέχεται να αποδειχθεί ότι δεν είναι η βέλτιστη δυνατή και να έχει ως αποτέλεσμα σύγχυση ρόλων, εξασθένηση των κινήτρων και της διακυβέρνησης και τη δημιουργία ενός εξαιρετικά πολύπλοκου ενιαίου οργάνου χρηματοδότησης. Για το λόγο αυτό ο ΕΜΣ θα παραμείνει ανεξάρτητος εκδότης χρέους προς το σκοπό της οργάνωσης και της αντιμετώπισης αναγκών για κατ' εξαίρεση χρηματοδότηση.

Η επιλογή της αλληλεπίδρασης με τον ΕΜΣ θα εξαρτηθεί επίσης από την αντίστοιχη εναλλακτική επιλογή για τα Ομόλογα Σταθερότητας. Ο ΕΜΣ μπορεί να θεωρηθεί σχετικά πλεονάζων σε περίπτωση που για τα Ομόλογα Σταθερότητας υιοθετηθεί η Προσέγγιση αριθ. 1. Βάσει της εν λόγω προσέγγισης, που προβλέπει σχεδόν πλήρη κάλυψη των αναγκών χρηματοδότησης από τα κράτη μέλη ενδέχεται να εξασφαλιστούν επίσης και οι κατ' εξαίρεση πρόσθετες ανάγκες χρηματοδότησης. Η κατάσταση φαίνεται πολύ λιγότερο σαφής για τις περιπτώσεις των Προσεγγίσεων αριθ. 2 και 3, βάσει των οποίων τα κράτη μέλη θα συνεχίσουν να εκδίδουν εθνικά ομόλογα παράλληλα με την από κοινού έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας. Ενδέχεται ακόμη και να εξεταστεί η περίπτωση να χρησιμοποιηθεί το πλαίσιο του ΕΜΣ για τα πρώτα βήματα προς την δημιουργία των Ομολόγων Σταθερότητας. Δεδομένου ότι ο ΕΜΣ θα στηρίζεται σε εις ολόκληρον εγγυήσεις των κρατών μελών, η σταδιακή εισαγωγή των Ομολόγων Σταθερότητας βάσει σε ολόκληρον (αλλά όχι από κοινού) εγγυήσεις, δηλ. βάσει της Προσέγγισης αριθ. 3, μπορεί να περιληφθεί στην χρηματοδότηση και την έκδοση του ΕΜΣ που θα υπερβαίνει τον σημερινό του ρόλο παροχής εξαιρετικής οικονομικής βοήθειας. Κατ' αρχήν η από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις μπορούν να εφαρμοστούν σε μεταγενέστερο στάδιο στον ΕΜΣ.

4.1.3. Νομικό καθεστώς που θα διέπει την έκδοση

Πρέπει επίσης να εξεταστεί το κατάλληλο νομικό καθεστώς βάσει του οποίου θα εκδοθούν τα Ομόλογα Σταθερότητας. Σήμερα, τα κρατικά ομόλογα εκδίδονται βάσει του εθνικού δικαίου. Για τις εκδόσεις διεθνών ομολόγων χρησιμοποιείται συχνά το αγγλικό δίκαιο ή, εάν στόχος είναι η αγορά των ΗΠΑ το δίκαιο της Νέας Υόρκης. Δεν υφίσταται ισοδύναμο ενωσιακό δίκαιο βάσει του οποίου να μπορούν να εκδοθούν τα Ομόλογα Σταθερότητας. Παρόλο που αποτελεί κοινή πρακτική να χρησιμοποιείται ξένο δίκαιο για τις

εκδόσεις διεθνών ομολόγων, ίσως να υπάρχει πρόβλημα εάν όλο το δημόσιο χρέος καλύπτεται από το δίκαιο του ΗΒ ή των ΗΠΑ, επειδή η προσέγγιση της αγγλοσαξονικής νομολογίας διαφέρει από τα νομικά συστήματα πολλών κρατών μελών. Θα πρέπει επίσης να συμφωνηθεί και το αρμόδιο δικαστήριο.

4.1.4. *Τεκμηρίωση και συμβάσεις της αγοράς*

Θα απαιτηθεί απόφαση για τις εναλλακτικές επιλογές χρηματοδότησης, τα χαρακτηριστικά ασφάλειας και τις συμβάσεις της αγοράς. Για τους καθιερωμένους εκδότες η προτιμώμενη εναλλακτική επιλογή για την έκδοση θα είναι ο πλειστηριασμός. Η συνεργασία (syndication) έχει το πλεονέκτημα ότι στην εμπορία των μέσων συμμετέχει ο χρηματοπιστωτικός κλάδος και η τιμολόγηση αποτίμηση των χρεογράφων μπορεί να προβλεφθεί καλύτερα. Επιπλέον, μπορούν να διατεθούν τυπικά μεγαλύτερα ποσά μέσω συνεργασίας δεδομένου ότι καλύπτει και τους ιδιώτες επενδυτές. Επίσης θα πρέπει να καθοριστούν ορισμένα χαρακτηριστικά των χρεογράφων και των συμβάσεων της αγοράς. Τα σημαντικότερα είναι εκείνα που αναφέρονται στο παράρτημα 4.

4.1.5. *Λογιστικά ζητήματα*

Ένα επιπλέον ζήτημα για το οποίο απαιτείται περαιτέρω αποσαφήνιση είναι η αντιμετώπιση των Ομολόγων Σταθερότητας στο πλαίσιο των εθνικών λογιστικών κανόνων. Ιδιαίτερα πρέπει να διερευνηθεί το ζήτημα του τρόπου με τον οποίο θα επηρεαστούν από τα Ομόλογα Σταθερότητας οι δείκτες χρέους προς το ΑΕΠ στο πλαίσιο των διάφορων δομών εγγυήσεων. Σημαντικό ζήτημα που πρέπει να εξεταστεί θα είναι και η φύση κάθε νέας οντότητας έκδοσης.

5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΠΟΡΕΙΑ

Η κοινή έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας από τα κράτη μέλη της ευρωζώνης παρουσιάζει σημαντικά δυνητικά πλεονεκτήματα. Σε αυτά περιλαμβάνονται η εμβάθυνση της εσωτερικής αγοράς και η διαμόρφωση αποτελεσματικότερων κεφαλαιαγορών, η ενίσχυση της σταθερότητας και της ανθεκτικότητας στους κραδασμούς του χρηματοπιστωτικού τομέα και της κυβερνητικής χρηματοδότησης, η ενίσχυση της ελκυστικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών της ευρωζώνης και του ευρώ σε παγκόσμιο επίπεδο, και η μείωση των επιπτώσεων της υπερβολικής απαισιοδοξίας της αγοράς σχετικά με το κόστος κρατικού δανεισμού.

Ωστόσο, η εισαγωγή των Ομολόγων Σταθερότητας συνδέεται επίσης και με σημαντικές προκλήσεις. Οι εν λόγω προκλήσεις πρέπει να αντιμετωπιστούν επιτυχώς προκειμένου να επιτευχθούν πλήρως τα οφέλη και να αποφευχθούν οι δυνητικές αρνητικές επιπτώσεις. Ιδιαίτερα, θα απαιτηθεί ένα επαρκώς αυστηρό πλαίσιο δημοσιονομικής πειθαρχίας και οικονομικής ανταγωνιστικότητας σε εθνικό επίπεδο και ένας αυστηρότερος έλεγχος των εθνικών δημοσιονομικών πολιτικών από την ΕΕ, ιδίως για τις εναλλακτικές επιλογές που προβλέπουν από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις για να περιοριστεί ο ηθικός κίνδυνος μεταξύ των κρατών μελών της ευρωζώνης, να ενισχυθεί η πιστωτική ποιότητα των Ομολόγων Σταθερότητας και να εξασφαλιστεί ασφάλεια δικαίου.

Οι πολυάριθμες εναλλακτικές επιλογές όσον αφορά την κοινή έκδοση Ομολόγων Σταθερότητας μπορούν να ενταχθούν σε τρεις ευρείες κατηγορίες. Οι τρεις εν λόγω προσεγγίσεις περιλαμβάνουν την πλήρη υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας με από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις, μια μερική υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας με από κοινού και εις ολόκληρον εγγυήσεις και μια μερική υποκατάσταση των εθνικών ομολόγων από Ομόλογα Σταθερότητας με εις ολόκληρον εγγυήσεις. Οι εν λόγω εναλλακτικές επιλογές συνδέονται με διαφορετικές

συσχετίσεις μεταξύ των αναμενόμενων ωφελειών και των προϋποθέσεων που πρέπει να ικανοποιηθούν.

Λόγω ιδίως της διαφορετικής έκτασης των απαιτούμενων τροποποιήσεων της Συνθήκης της ΕΕ (ΣΛΕΕ) για τις διάφορες εναλλακτικές επιλογές θα απαιτηθούν διαφορετικοί χρόνοι υλοποίησης. Η πλέον μακροπρόθεσμη Προσέγγιση αριθ. 1 φαίνεται ότι θα απαιτήσει τις πιο μακρόπνοες τροποποιήσεις της Συνθήκης και διοικητικές προετοιμασίες τόσο λόγω της εισαγωγής των ίδιων των κοινών ομολόγων όσο και λόγω της παράλληλης ενίσχυσης της οικονομικής διακυβέρνησης. Η Προσέγγιση αριθ. 2 θα απαιτήσει επίσης σημαντικό χρόνο έναρξης λειτουργίας. Αντίθετα, η Προσέγγιση αριθ. 3 φαίνεται εφικτή χωρίς μείζονες τροποποιήσεις της Συνθήκης και κατά συνέπεια με μικρή περίοδο υλοποίησης.

Οι υποδείξεις και οι διαπιστώσεις του παρόντος εγγράφου διατηρούν τον διερευνητικό τους χαρακτήρα και ο κατάλογος των ζητημάτων που εξετάστηκαν δεν θεωρείται αναγκαστικά πλήρης. Επιπλέον, πολλά από τα δυνητικά οφέλη και προκλήσεις παρουσιάζονται μόνο από ποιοτικής πλευράς. Η λεπτομερής ποσοτικοποίηση των εν λόγω διαφορών πτυχών είναι εγγενώς δύσκολη ή/και θα απαιτήσει περισσότερη ανάλυση και στοιχεία από διάφορες πλευρές. Επίσης, σε πολλές περιπτώσεις, τα προς επίλυση προβλήματα ή οι αποφάσεις που πρέπει να ληφθούν προσδιορίζονται αλλά δεν επιλύονται.

Προκειμένου να υπάρξει πρόοδος στο ζήτημα αυτό απαιτούνται περισσότερες εργασίες ανάλυσης και διαβουλεύσεις. Ένα μεγάλο μέρος από τις βασικές έννοιες, τους πιθανούς στόχους και τα οφέλη, προϋποθέσεις και προκλήσεις που συνδέονται με την υλοποίηση αξίζει να μελετηθούν και να αναλυθούν περαιτέρω. Μεγάλη σημασία έχουν οι σχετικές απόψεις των κύριων ενδιαφερόμενων. Πρέπει να υπάρξει επαρκής διαβούλευση ιδίως με τα κράτη μέλη, τους φορείς της χρηματοπιστωτικής αγοράς, τις ενώσεις του κλάδου της χρηματοπιστωτικής αγοράς, τους πανεπιστημιακούς εντός της ΕΕ και πέραν αυτής καθώς και με το ευρύ κοινό. Τα αποτελέσματα της εν λόγω διαβούλευσης πρέπει να συνεκτιμηθούν στις μεταγενέστερες επακόλουθες κινήσεις όσον αφορά την δημιουργία των Ομολόγων Σταθερότητας.

Κατά συνέπεια, η Επιτροπή αποφάσισε να δρομολογήσει ευρεία διαβούλευση²⁹ σχετικά με την παρούσα Πράσινη Βίβλο που θα ολοκληρωθεί στις [8 Ιανουαρίου 2012]³⁰. Η Επιτροπή επιθυμεί να λάβει τις απόψεις όλων των σχετικών συμφεροντούχων όπως αναφέρθηκε ανωτέρω και θα ζητήσει τις απόψεις και των άλλων θεσμικών οργάνων. Βάσει των εν λόγω εισηγήσεων η Επιτροπή θα αναφέρει τις απόψεις της καταλλήλως μέχρι [τα μέσα Φεβρουαρίου 2012].

²⁹ Εισηγήσεις μπορούν να υποβληθούν με όλα τα συνήθη μέσα, καθώς και μέσω ιδιαίτερης ταχυδρομικής θυρίδας:
ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu
(ιστοσελίδες: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

³⁰ Για να εξασφαλιστεί έγκαιρη συνέχεια, η απόκλιση από την συνήθη περίοδο διαβούλευσης των οκτώ εβδομάδων δικαιολογείται από το γεγονός ότι η έννοια των Ομολόγων Σταθερότητας/Ευρωομολόγων έχει ήδη συζητηθεί ευρέως επί σημαντικό χρονικό διάστημα.

Παράρτημα 1: Βασικά στοιχεία για τις αγορές κρατικών ομολόγων

Κράτος μέλος	Χρέος γενικής κυβέρνησης			Χρέος κεντρικής κυβέρνησης	Αποδόσεις ομολόγων του δημοσίου	Περιθώρια CDS	Πιστοληπτική ικανότητα
	Δισ. ευρώ, τέλος 2010	% του ΑΕΠ, τέλος 2010	% της ευρωζώνης, τέλος 2010	% του ΑΕΠ, τέλος 2010	% ετησίως, 10 έτη, 8/11/2011	Σημεία βάσης ετησίως, πενταετείς συμβάσεις, 8/11/2011	Standard & Poor's, 8/11/2011
Βέλγιο	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Γερμανία	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Εσθονία	1,0	6,7	0,0	3,3	μ.δ.σ.	μ.δ.σ.	AA-
Ελλάδα	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	μ.δ.σ.	CC
Ισπανία	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Γαλλία	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Ιρλανδία	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Ιταλία	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Κύπρος	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	μ.δ.σ.	BBB-
Λουξεμβούργο	7,7	19,1	0,1	17,4	μ.δ.σ.	μ.δ.σ.	AAA
Μάλτα	4,3	69	0,1	68,9	μ.δ.σ.	μ.δ.σ.	A
Κάτω Χώρες	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Αυστρία	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Πορτογαλία	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Σλοβενία	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Σλοβακία	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Φινλανδία	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Ζώνη του ευρώ	7822,4	85,4	100	71,6	μ.δ.σ.	μ.δ.σ.	μ.δ.σ.
<i>ενδεικτικά: ΗΠΑ</i>	<i>10258</i>	<i>94,4</i>			<i>2,08</i>	<i>47,5</i>	<i>AA+</i>

Πηγή: Eurostat, ΔΝΤ, S&P, Bloomberg

Παράρτημα 2: Συνοπτική παρουσίαση δημοσιεύσεων σχετικά με τα Ομόλογα Σταθερότητας

Διάφοροι πανεπιστημιακοί, χρηματοοικονομικοί αναλυτές και αρμόδιοι για τη χάραξη πολιτικής έχουν δημοσιεύσει πολλά άρθρα σχετικά με την ιδέα των ευρωομολόγων (Ομολόγων Σταθερότητας). Το παρόν παράρτημα παρουσιάζει συνοπτικά αυτά που έχουν δημοσιευθεί μέχρι τώρα, ομαδοποιώντας τα ανάλογα με τα βασικά χαρακτηριστικά των προτάσεων.

- *Πιστωτική ποιότητα και διάρθρωση των εγγυήσεων*: Οι περισσότεροι συγγραφείς δίνουν έμφαση στον χαρακτήρα «ασφαλούς καταφυγίου» που θα έπρεπε να έχουν τα ευρωομόλογα και ο οποίος θα αντικατοπτρίζεται στην αξιολόγηση. Η υψηλότερη πιστωτική ποιότητα θα εξασφαλίζεται κυρίως μέσω της διάρθρωσης των εγγυήσεων και/ή του καθεστώτος εξοφλητικής προτεραιότητας. Από τις δημοσιεύσεις προκύπτουν δύο βασικοί τύποι εγγύησης: (i) από κοινού και εις ολόκληρον (Jones, Delpla and von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero and Missale, J.P. Morgan) στην οποία η κάθε χώρα κάθε χρόνο εγγυάται το σύνολο της έκδοσης ευρωομολόγων και (ii) κατ' αναλογία (Juncker and Tremonti, De Grauwe and Moesen, BBVA) στην οποία μια χώρα εγγυάται μόνο ένα σταθερό ποσοστό της έκδοσης. Οι Favero και Missale τονίζουν ότι ένα ευρωομόλογο που υποστηρίζεται από εγγυήσεις από κοινού και εις ολόκληρον θα μπορούσε να μειώσει την έκθεση σε μετάδοση της κρίσης και των επιπτώσεων. Εξ άλλου, το επιχείρημα των συγγραφέων που υποστηρίζουν την εγγύηση κατ' αναλογία είναι ότι μειώνει τον ηθικό κίνδυνο. Ο Caraldi συνδυάζει μια εγγύηση κατ' αναλογία με βελτιώσεις των πιστωτικών όρων (ταμειακά αποθέματα ασφαλείας, επιπλέον εγγύηση, κεφάλαιο, κ.τ.λ.) προκειμένου να εξασφαλίσει την υψηλότερη δυνατή πιστωτική αξιολόγηση. Οι Delpla και Weizsäcker, Barclays Capital, Dübel προτείνουν να εξασφαλιστεί η πιστωτική ποιότητα των ευρωομολόγων καθιστώντας τα ανώτερα από τα εθνικά ομόλογα, με το επιχείρημα ότι ακόμη και στην ακραία περίπτωση της αθέτησης εκ μέρους ενός κράτους, η αξία ανάκτησης θα είναι αρκετά υψηλή ώστε να εξυπηρετήσει πλήρως τα ομόλογα με εξοφλητική προτεραιότητα. Ο Dübel παρουσιάζει μια ελαφρά διαφορετική προσέγγιση μερικής ασφάλισης των κρατικών (με εξοφλητική προτεραιότητα) ομολόγων από τον ΕΜΣ.
- *Ηθικός κίνδυνος*: Ο ηθικός κίνδυνος λόγω των ασθενών κινήτρων για δημοσιονομική πειθαρχία είναι το κύριο επιχείρημα που χρησιμοποιείται κατά των ομολόγων σταθερότητας και το ζήτημα που συζητείται ευρύτερα σε όλες τις προτάσεις (ιδίως από τον Issing). Ορισμένοι συγγραφείς προτείνουν όρια για τον όγκο των ευρωομολόγων που θα εκδίδονται εξ ονόματος κρατών μελών, ακολουθώντας συχνά το ανώτατο όριο χρέους του 60% όπως ορίζεται στο ΣΣΑ. Οι ενδεχόμενες πρόσθετες ανάγκες χρηματοδότησης θα πρέπει να χρηματοδοτούνται με εθνικά ομόλογα. Η ιδέα αυτή διερευνάται στην έννοια των «Μπλε» ομολόγων των Delpla και von Weizsäcker, όπου προτείνεται διαχωρισμός της έκδοσης ομολόγων μεταξύ μπλε ομολόγων, δηλαδή ομολόγων με υψηλή ρευστότητα και ασφάλεια (εγγυημένων από κοινού και εις ολόκληρον από τις συμμετέχουσες χώρες) με καθεστώς εξοφλητικής προτεραιότητας, και κόκκινων ομολόγων - καθαρά εθνικά ομόλογα χωρίς εξοφλητική προτεραιότητα. Η τιμολόγηση των κόκκινων ομολόγων αναμένεται ότι θα δημιουργήσει κίνητρα ώστε οι κυβερνήσεις να διατηρούν τον προϋπολογισμό υπό έλεγχο. Στο ίδιο κλίμα, οι Jones και Barclays Capital προτείνουν όρια τόσο για το χρέος όσο και για τα ελλείμματα που θα επιτρέψουν τη σταδιακή μείωση των λόγων χρέους προς το ΑΕΠ. Επιπλέον του περιορισμού της έκδοσης ευρωομολόγων, οι Favero και Missale προτείνουν να αντιμετωπιστεί ο ηθικός κίνδυνος μέσω συστήματος αντιστάθμισης που θα βασίζεται στην εφαρμογή συντελεστή αναπροσαρμογής στους τόκους που θα πληρώνει το κάθε κράτος μέλος (σε συνάρτηση με τα ασφάλιστρα πιστωτικού κινδύνου που το

βαρύνουν ή με δημοσιονομικές παραμέτρους). Οι Boonstra, De Grauwe και Moesen, BBVA και Natixis προτείνουν διάφορους τύπους συστημάτων πρόσθετων αμοιβών/επιβαρύνσεων που θα βασίζονται π.χ. στην ικανότητα των διαφόρων κρατών μελών να μειώνουν το έλλειμμα και το χρέος της γενικής κυβέρνησης.

- Όλοι οι συγγραφείς συμφωνούν ότι η ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας θα πρέπει να είναι ο ακρογωνιαίος λίθος οποιουδήποτε σχεδίου για ευρωομόλογα, ανεξάρτητα από το πεδίο εφαρμογής ή τη δομή των εγγυήσεων. Εκτός από την έκδοση «κόκκινων»/εθνικών ομολόγων, οι Favero και Missale προτείνουν να περιοριστεί η συμμετοχή στα κράτη μέλη με την υψηλότερη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας ή να εκδίδεται μόνο ένας βραχυπρόθεσμος τύπος μέσου με χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο όπως τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου (T-bills). Οι Barclays, BBVA, Delpla και von Weizsäcker, Eijffinger, Becker και Issing εξετάζουν το ενδεχόμενο δημιουργίας ανεξάρτητων φορέων δημοσιονομικού ελέγχου και ειδικών φορέων της ζώνης του ευρώ που θα συντονίζουν τις δημοσιονομικές και οικονομικές πολιτικές. Στο πλαίσιο του περίπλοκου συστήματος των Delpla και Weizsäcker, ένα ανεξάρτητο συμβούλιο σταθερότητας θα προτείνει την ετήσια κατανομή. Στη συνέχεια, αυτή η κατανομή θα εγκρίνεται από τα εθνικά κοινοβούλια των συμμετεχόντων κρατών μελών, που θα έχουν την τελική δημοσιονομική αρμοδιότητα που θα απαιτείται για την έκδοση των αμοιβαίων εγγυήσεων των (μπλε) ευρωομολόγων. Έτσι, μια χώρα που θα καταψηφίζει την προτεινόμενη κατανομή θα αποφασίζει ούτε να εκδώσει (μπλε) ευρωομόλογα το επόμενο έτος ούτε να εγγραφεί μπλε ομόλογα του συγκεκριμένου έτους. Ο Boonstra προτείνει οι χώρες που παραβιάζουν τους κανόνες να τιμωρούνται αμέσως αυστηρά, π.χ. χάνοντας χρηματοδότηση από τον προϋπολογισμό της ΕΕ και χάνοντας την πολιτική επιρροή του δικαιώματος ψήφου στα όργανα της ΕΚΤ.
- *Πρακτικές πτυχές της έκδοσης:* Οι περισσότεροι συγγραφείς προτείνουν να ιδρυθεί ένας οργανισμός κοινού χρέους που θα συντονίζει την έκδοση και θα διαχειρίζεται το χρέος. Στις προτάσεις που αφορούν μπλε-κόκκινα ομόλογα η έκδοση του εθνικού μέρους του χρέους θα παραμένει στα εθνικά δημόσια ταμεία.
- *Πεδίο κάλυψης των συμμετεχουσών χωρών:* Ο Becker αναφέρει διάφορες επιλογές για τη συμμετοχή στο ευρωομόλογο. Αυτές θα μπορούσαν να είναι οι εξής: (i) κοινά ομόλογα που θα εκδίδονται από χώρες με την ίδια αξιολόγηση, (ii) από κοινού ομόλογα σε βάση ad hoc παρόμοια με τα από κοινού ομόλογα που εκδίδονται από ορισμένα γερμανικά ομόσπονδα κράτη, (iii) συμμετοχή σε ένα κοινό κρατικό ομόλογο μόνον όταν οι χώρες της ΟΝΕ πληρούν τις προϋποθέσεις με ισχυρή οικονομική εξυγίανση σε εποχές οικονομικής άνθησης, ή (iv) η Γερμανία και η Γαλλία να προωθούν ένα βραχυπρόθεσμο μέσο υψηλής ρευστότητας ή μια κοινή ευρωπαϊκή αγορά μόνο για έντοκα γραμμάτια του δημοσίου.

Παράρτημα 3: Γενική επισκόπηση των υφισταμένων μέσων

1. Ευρωπαϊκή Ένωση

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, εξ ονόματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εφαρμόζει σήμερα τρία προγράμματα στο πλαίσιο των οποίων μπορεί να χορηγεί δάνεια εκδίδοντας χρεόγραφα στην κεφαλαιαγορά, βάσει συνακόλουθων πράξεων (back-to-back). Όλοι οι σχετικοί μηχανισμοί παρέχουν κρατικά δάνεια. Η ΕΕ έχει αρμοδιότητα, βάσει της Συνθήκης για τη λειτουργία της ΕΕ, να εγκρίνει προγράμματα δανειοληψίας και εγγυήσεων που κινητοποιούν τους αναγκαίους χρηματοδοτικούς πόρους για την εκτέλεση της εντολής της.

- Υπό το πρόγραμμα *BoP* η ΕΕ παρέχει χρηματοδοτική συνδρομή σε κράτη μέλη εκτός της ζώνης του ευρώ που απειλούνται σοβαρά από δυσκολίες σχετικές με το ισοζύγιο πληρωμών τους (BOP) (άρθρο 143 ΣΛΕΕ).
- Υπό το πρόγραμμα *EFSM-EMXS*, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξουσιοδοτείται να λαμβάνει δάνεια εξ ονόματος της ΕΕ για να χρηματοδοτεί δάνεια που χορηγούνται στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (κανονισμός αριθ. 407/2010 του Συμβουλίου, της 11^{ης} Μαΐου 2010). Από τον Δεκέμβριο του 2010, έχουν εγκριθεί προγράμματα στήριξης για την Ιρλανδία και την Πορτογαλία, ύψους 22,5 δισ. ευρώ και 26 δισ. ευρώ, αντιστοίχως.
- Το πρόγραμμα *MXS* παρέχει δάνεια σε χώρες εκτός της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η μακροοικονομική χρηματοδοτική συνδρομή (MXS) είναι ένα χρηματοδοτικό μέσο που βασίζεται σε πολιτικές και αφορά μη συνδεδεμένη και μη δεσμευμένη στήριξη του ισοζυγίου πληρωμών σε τρίτες χώρες (άρθρα 212 και 213 ΣΛΕΕ). Έχει το μορφή μεσο/μακροπρόθεσμων δανείων ή επιχορηγήσεων, ή συνδυασμού και των δύο, και λειτουργεί συμπληρωματικά με χρηματοδότηση που παρέχεται στο πλαίσιο ενός προγράμματος μεταρρυθμίσεων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου³¹.

Αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας

Η αξιολόγηση AAA της ΕΕ αντικατοπτρίζει διάφορους παράγοντες. Οι δανειοληψίες είναι άμεσες και χωρίς όρους αναλήψεως υποχρεώσεων και είναι εγγυημένες από όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ. Το σύνολο σχεδόν των δημοσιονομικών πόρων προέρχεται από έσοδα που καταβάλλουν τα κράτη μέλη ανεξάρτητα από τα εθνικά τους κοινοβούλια και στα οποία περιλαμβάνονται δασμοί και τέλη επί των εισαγωγών στην ΕΕ και εισφορές επί των εσόδων ΦΠΑ και του ΑΕΕ του κάθε κράτους μέλους. Σ' αυτή τη βάση, τα ομόλογα που εκδίδονται από την ΕΕ έχουν στάθμιση μηδενικού κινδύνου και μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως εμπράγματα ασφάλειες στην ΕΚΤ.

Για όλες τις δανειοληπτικές πράξεις, οι επενδυτές είναι τελικά εκτεθειμένοι στον πιστωτικό κίνδυνο της ΕΕ και όχι στον πιστωτικό κίνδυνο των δικαιούχων των χρηματοδοτούμενων δανείων. Σε περίπτωση αθέτησης εκ μέρους μιας δικαιούχου χώρας, η πληρωμή θα καταβληθεί από τον προϋπολογισμό της ΕΕ (127 δισ. ευρώ το 2011). Τα κράτη μέλη της ΕΕ έχουν νομική υποχρέωση βάσει της Συνθήκης ΕΕ να παρέχουν χρηματοδότηση για την κάλυψη όλων των υποχρεώσεων της ΕΕ.

Βασικά χαρακτηριστικά των εκδόσεων ομολόγων της ΕΕ

Η ΕΕ μέχρι τώρα έχει πραγματοποιήσει εκδόσεις ομολόγων μεγέθους αναφοράς στο πλαίσιο του προγράμματός της μεσοπρόθεσμων ευρωπαϊκών χρεογράφων (Euro Medium Term Note Programme/EMTN), το μέγεθος του οποίου αυξήθηκε σε 80 δισ. ευρώ για να ληφθεί υπόψη η

³¹ Για περισσότερες πληροφορίες βλέπε http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

έκδοση ομολόγων στο πλαίσιο του EMXΣ. Η επανάληψη των εκδόσεων αναφοράς άρχισε στα τέλη του 2008, ωθούμενη από την κρίση.

Με την ενεργοποίηση του EMXΣ για την Ιρλανδία και την Πορτογαλία, η ΕΕ έχει καταστεί συχνός εκδότης αναφοράς. Το σχέδιο συνολικής δανειοληψίας του EMXΣ για το 2011 ανέρχεται σε περίπου 28 δισ. ευρώ (13,9 δισ. ευρώ για την Ιρλανδία, 14,1 δισ. ευρώ για την Πορτογαλία, επίσης, στο πλαίσιο του ΒοΡ και της ΜΧΣ: περίπου 2 δισ. ευρώ). Η χρηματοδότηση είναι εκφρασμένη αποκλειστικά σε ευρώ.

Δεδομένου ότι η συνδρομή της ΕΕ είναι μεσοπρόθεσμοι χαρακτήρα, η διάρκεια των δανείων συνήθως είναι από 5 έως 10 έτη, αλλά το φάσμα αυτό μπορεί να επεκταθεί σε 3 έως 15 έτη ή περιστασιακά έως 30 έτη.

Οι συνακόλουθες δανειοδοτικές πράξεις (Back-to-back) εξασφαλίζουν ότι ο προϋπολογισμός της ΕΕ δεν αναλαμβάνει κανέναν κίνδυνο επιτοκίου ή συναλλαγματικής ισοτιμίας. Παρά τη μεθοδολογία των συνακόλουθων δανειοδοτικών πράξεων, η εξυπηρέτηση του χρέους των ομολόγων αποτελεί υποχρέωση της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία εξασφαλίζει ότι όλες οι πληρωμές των ομολόγων πραγματοποιούνται εγκαίρως.

Ως συχνός δανειολήπτης αναφοράς, στο πλαίσιο των ανωτέρω παραμέτρων η ΕΕ προτίθεται να δημιουργήσει μια καμπύλη αποδόσεων υψηλής ρευστότητας. Η ΕΕ δεσμεύει τους κορυφαίους διαχειριστές να εξασφαλίζουν μια ενεργή δευτερογενή αγορά, αναφέροντας συνεχώς τιμές για τις δύο πλευρές, και παρακολουθεί ώστε να εξασφαλίζει ότι τηρούνται οι δεσμεύσεις.

Καθορισμός της χρηματοδότησης της ΕΕ

Τα δάνεια της ΕΕ χρηματοδοτούνται αποκλειστικά με κεφάλαια που αντλούνται από τις κεφαλαιαγορές και όχι από τα άλλα κράτη μέλη ούτε από τον προϋπολογισμό.

Τα κεφάλαια που συγκεντρώνονται δανείζονται κατ' αρχήν στη δικαιούχο χώρα στο πλαίσιο συνακόλουθης πράξης, δηλαδή με το ίδιο τοκομερίδιο, την ίδια ληκτότητα και το ίδιο ποσό. Αυτή η αρχή της συνακόλουθης πράξης επιβάλλει περιορισμούς στις εκδόσεις της ΕΕ, δηλαδή τα χαρακτηριστικά των χρηματοδοτικών μέσων που εκδίδονται καθορίζονται από τη δανειοδοτική πράξη, πράγμα που συνεπάγεται ότι δεν είναι δυνατόν να χρηματοδοτηθεί ληκτότητα ή ποσό που διαφέρει από αυτά του δανείου.

Η απόφαση του Συμβουλίου καθορίζει το συνολικό ύψος του προγράμματος της χώρας, τις δόσεις και τη μέγιστη μέση ληκτότητα της δέσμης δανείων. Στη συνέχεια, η Επιτροπή και η δικαιούχος χώρα πρέπει να συμφωνήσουν για τις παραμέτρους δανεισμού/χρηματοδότησης, τις δόσεις και τα τμήματα των δόσεων. Επιπλέον, όλες οι δόσεις εκτός από την πρώτη εξαρτώνται από τη συμμόρφωση με διάφορους όρους πολιτικής παρόμοιους με αυτούς των δεσμών δανείων του ΔΝΤ, πράγμα που αποτελεί άλλον ένα παράγοντα που επηρεάζει το χρονοδιάγραμμα της χρηματοδότησης. Συνεπώς, το χρονοδιάγραμμα και οι ληκτότητες εξαρτώνται από τη σχετική δανειακή δραστηριότητα της ΕΕ.

Διαδικασία του EMXΣ

- (1) Ένα κράτος μέλος το οποίο διατρέχει κίνδυνο να αντιμετωπίσει σοβαρή οικονομική ή δημοσιονομική διαταραχή οφειλόμενη σε έκτακτες περιστάσεις που εκφεύγουν από τον έλεγχο του μπορεί να ζητήσει στήριξη από την ΕΕ στο πλαίσιο του EMXΣ.
- (2) Το Συμβούλιο της ΕΕ αποφασίζει ψηφίζοντας με ειδική πλειοψηφία βάσει σύστασης της Επιτροπής.
- (3) Το κράτος μέλος διαπραγματεύεται ένα πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, σε συνεργασία με το ΔΝΤ και την ΕΚΤ.

- (4) Το δικαιούχο κράτος μέλος διαπραγματεύεται με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή τις λεπτομέρειες ενός μνημονίου συνεννόησης (ΜΣ) και μιας δανειακής συμφωνίας και αποφασίζει για την εφαρμογή.
- (5) Μετά την υπογραφή του ΜΣ και της δανειακής συμφωνίας, και μετά από αίτηση εκταμιεύσεων από το δικαιούχο κράτος μέλος, αντλούνται κεφάλαια από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές και αποδεσμεύεται η πρώτη δόση. Οι επόμενες δόσεις του δανείου αποδεσμεύονται αφού το Συμβούλιο της ΕΕ αξιολογήσει τη συμμόρφωση του κράτους μέλους με τους όρους του προγράμματος.

2. Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF)

Η Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF 1.0) δημιουργήθηκε από τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ κατόπιν της απόφασης που έλαβε το Συμβούλιο ECOFIN στις 9 Μαΐου 2010. Η EFSF 1.0 ιδρύθηκε ως εταιρεία με έδρα στο Λουξεμβούργο. Κύριος σκοπός της EFSF είναι να παρέχει χρηματοδοτική συνδρομή σε κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ. Στο πλαίσιο μιας συνολικής δέσμης συνδρομής ύψους 750 δισ. ευρώ, η EFSF έλαβε εγγυήσεις από τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ, συνολικού ύψους 440 δισ. ευρώ, για να χορηγεί δάνεια σε κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ που αντιμετωπίζουν δυσκολίες, υπό όρους στο πλαίσιο ενός προγράμματος οικονομικής προσαρμογής ΕΕ/ΔΝΤ.

Δανειοδοτική ικανότητα

Στο πλαίσιο της EFSF 1.0 η πραγματική δανειοδοτική ικανότητα της EFSF περιορίζεται σε 255 δισ. ευρώ προκειμένου να διατηρεί την αξιολόγηση AAA των ομολόγων της EFSF (βλέπε παρακάτω).

Αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας

Η EFSF 1.0 έχει λάβει αξιολόγηση AAA από οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ωστόσο, βάσει της αρχικής συμφωνίας (EFSF 1.0), αυτό εξασφαλίστηκε με κόστος τη μειωμένη δανειοδοτική ικανότητα, δεδομένου ότι κάθε δάνειο της EFSF πρέπει να καλύπτεται από i) εγγυήσεις από κράτη με αξιολόγηση AAA, ii) χρηματικό ποσό ίσο με το σχετικό μέρος του ταμειακού αποθεματικού της EFSF, και iii) ειδικό ταμειακό απόθεμα ασφαλείας για κάθε δάνειο. Η αξιολόγηση AAA βασίζεται ουσιαστικά στα τέσσερα παρακάτω στοιχεία:

- (1) *Μηχανισμός εγγυήσεων*: Σύμφωνα με τη συμφωνία εγγυήσεων μεταξύ των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ, αυτά πρέπει να εκδίδουν μια αμετάκλητη και χωρίς όρους εγγύηση για τις προγραμματισμένες πληρωμές τόκων και αρχικού κεφαλαίου που οφείλονται για χρηματοδοτικά μέσα εκδοθέντα από την EFSF. Επιπλέον, η εγγύηση καλύπτει έως 120% του μεριδίου του κάθε κράτους μέλους στις υποχρεώσεις της EFSF (αρχικό κεφάλαιο και τόκοι), που έχει ωστόσο ένα ανώτατο όριο που καθορίζεται από τις προβλέψεις ανάληψης υποχρεώσεων όπως προβλέπονται στο παράρτημα 1 της συμφωνίας πλαισίου της EFSF. Οι τυχόν ανεπάρκειες λόγω αυτού του ανώτατου ορίου θα καλύπτονται από το ταμειακό αποθεματικό και το ταμειακό απόθεμα ασφαλείας.
- (2) *Ταμειακό αποθεματικό*: Η χρηματοδότηση που παρέχεται στον δανειζόμενο διατίθεται καθαρή από προκαταβολικά τέλη υπηρεσιών, που υπολογίζονται σε 50 μονάδες βάσης επί του συνολικού αρχικού κεφαλαίου και της καθαρής παρούσας αξίας του περιθωρίου επιτοκίου που θα ήταν πληρωτέο για κάθε δάνειο σύμφωνα με το συμβατικό επιτόκιο μέχρι την προβλεπόμενη προθεσμία λήξης.
- (3) *Ειδικό ταμειακό απόθεμα ασφαλείας για κάθε δάνειο*: Κάθε φορά που χορηγείται ένα δάνειο σε ένα κράτος μέλος, η EFSF οφείλει να συστήσει ειδικό ταμειακό απόθεμα

ασφαλείας, με ύψος τέτοιο ώστε κάθε δάνειο EFSF να καλύπτεται πλήρως από εγγυήσεις AAA και από ένα ποσό μετρητών ίσο με το ανάλογο μέρος του ταμειακού αποθεματικού της EFSF συν αυτό το αντίστοιχο ειδικό ταμειακό απόθεμα ασφαλείας.

- (4) *Πιθανή πρόσθετη στήριξη*: Βάσει της συμφωνίας πλαισίου για την EFSF, το μέγεθος του προγράμματος της EFSF μπορεί να τροποποιηθεί με ομόφωνη έγκριση των εγγυητών. Ωστόσο, η δανειοδοτική ικανότητα της EFSF δεν μπορεί να αυξάνεται επ' αόριστον, δεδομένου ότι αυτό μπορεί να υποβαθμίσει την πιστωτική θέση των εγγυητών κρατών AAA. Εάν κάποιο από αυτά χάσει την αξιολόγηση AAA που διαθέτει, η δανειοδοτική ικανότητα της EFSF θα μειωθεί κατά το ποσό της εγγύησης που παρέχει το εν λόγω κράτος.

Τα ομόλογα που εκδίδονται από την EFSF έχουν μηδενική στάθμιση κινδύνου και είναι επιλέξιμα για συμφωνίες επαναγοράς της EKT. Η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας της EFSF θα μπορούσε να επηρεαστεί αρνητικά από μια πιθανή μείωση της φερεγγυότητας των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ, ιδίως των εγγυητών που φέρουν αξιολόγηση AAA. Δεδομένου ότι η EFSF έχει εγγύηση από κοινού και εις ολόκληρον, μία μόνο υποβάθμιση ενός κράτους εγγυητή με αξιολόγηση AAA θα υποβάθμιζε την αξιολόγηση AAA της EFSF, εάν δεν συσταθούν πρόσθετες πιστωτικές ενισχύσεις.

Όροι

Κάθε χρηματοδοτική συνδρομή που παρέχεται από την EFSF συνδέεται με την ύπαρξη προγράμματος οικονομικής προσαρμογής που περιλαμβάνει αυστηρούς όρους πολιτικής όπως ορίζεται σε σχετικό μνημόνιο συνεννόησης (ΜΣ). Η Επιτροπή διαπραγματεύεται το ΜΣ με την δικαιούχο χώρα σε συνεργασία με την EKT και το ΔΝΤ.

Λήψη αποφάσεων

Οι αποφάσεις για τη χορήγηση χρηματοδότησης στο πλαίσιο της EFSF λαμβάνονται ομόφωνα.

3. Ευρωπαϊκή Διευκόλυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (EFSF 2.0)

Η συμφωνία πλαίσιο για την EFSF τροποποιήθηκε προκειμένου να υπάρχει διαθέσιμη πλήρης χρηματοδότηση ύψους 440 δισ. ευρώ.

Δανειοδοτική ικανότητα

Στο πλαίσιο της EFSF 2.0 η πραγματική δανειοδοτική ικανότητα της EFSF περιορίζεται σε 440 δισ. ευρώ προκειμένου να διατηρεί την αξιολόγηση AAA των ομολόγων της EFSF (βλέπε παρακάτω).

Αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας

Η EFSF 2.0 έχει λάβει αξιολόγηση AAA από οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Προκειμένου να αυξηθεί η πραγματική δανειοδοτική ικανότητα της EFSF σε 440 δισ. ευρώ κατ' ανώτατο όριο, αναθεωρήθηκε η συμφωνία πλαίσιο για την EFSF με σκοπό να αυξηθούν οι εγγυήσεις από κράτη με αξιολόγηση AAA σε 440 δισ. ευρώ. Συνεπώς, η αξιολόγηση AAA βασίζεται ουσιαστικά σε ένα μόνο στοιχείο, τον μηχανισμό εγγυήσεων.

Σύμφωνα με την εν λόγω συμφωνία εγγυήσεων μεταξύ των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ, αυτά πρέπει να εκδίδουν μια αμετάκλητη και χωρίς όρους εγγύηση για τις προγραμματισμένες πληρωμές τόκων και αρχικού κεφαλαίου που οφείλονται για χρηματοδοτικά μέσα εκδοθέντα από την EFSF. Επιπλέον, η εγγύηση καλύπτει έως 165% του μεριδίου του κάθε κράτους μέλους στις υποχρεώσεις της EFSF (αρχικό κεφάλαιο και τόκοι), που έχει ωστόσο ένα ανώτατο όριο που καθορίζεται από τις αντίστοιχες προβλέψεις

ανάληψης υποχρεώσεων όπως προβλέπονται στο παράρτημα 1 της συμφωνίας πλαισίου της EFSF. Τα ομόλογα που εκδίδονται από την EFSF έχουν μηδενική στάθμιση κινδύνου και είναι επιλέξιμα για συμφωνίες επαναγοράς της EKT.

Η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας της EFSF θα μπορούσε να επηρεαστεί αρνητικά από μια πιθανή μείωση της φερεγγυότητας των κρατών μελών της ζώνης του ευρώ, ιδίως των εγγυητών που φέρουν αξιολόγηση AAA. Δεδομένου ότι η EFSF έχει εγγύηση από κοινού και εις ολόκληρον, μία μόνο υποβάθμιση ενός κράτους εγγυητή με αξιολόγηση AAA θα υποβάθμιζε την αξιολόγηση AAA της EFSF, εάν δεν συσταθούν πρόσθετες πιστωτικές ενισχύσεις.

Οροι

Κάθε χρηματοδοτική συνδρομή που παρέχεται από την EFSF συνδέεται με αυστηρούς όρους πολιτικής όπως ορίζεται σε σχετικό μνημόνιο συνεννόησης (ΜΣ). Η Επιτροπή διαπραγματεύεται το ΜΣ με την δικαιούχο χώρα σε συνεργασία με την EKT και το ΔΝΤ. Εκτός από δάνεια στο πλαίσιο ενός προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής, η EFSF μπορεί επίσης να χορηγεί πιστωτικά όρια, να εκτελεί πράξεις στην πρωτογενή και στη δευτερογενή αγορά ομολόγων και να χορηγεί δάνεια εκτός προγραμμάτων για την ανακεφαλαιοποίηση χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Λήψη αποφάσεων

Οι αποφάσεις για τη χορήγηση χρηματοδότησης στο πλαίσιο της EFSF λαμβάνονται ομόφωνα.

4. Ευρωπαϊκός μηχανισμός σταθερότητας (ΕΜΣ)

Στις 24-25 Μαρτίου 2011, οι αρχηγοί κρατών ή κυβερνήσεων της ΕΕ προσυπέγραψαν τη δημιουργία του ΕΜΣ ως μόνιμου μηχανισμού για την αντιμετώπιση κρίσεων προκειμένου να διασφαλίζεται το ευρώ και η χρηματοοικονομική σταθερότητα στην. Ο ΕΜΣ θα είναι ο μεγαλύτερος διεθνής χρηματοπιστωτικός οργανισμός στον κόσμο, με κεφάλαιο 700 δισ. ευρώ, από τα οποία 80 δισ. ευρώ θα είναι καταβληθέν κεφάλαιο. Η έναρξη ισχύος του ΕΜΣ ήταν αρχικά προγραμματισμένη για τον Ιούλιο του 2013, αναμένεται όμως ότι θα γίνει συντομότερα, στα μέσα του 2012.

5. Από κοινού ομόλογα των γερμανικών Länder

Ένα ειδικό τμήμα της αγοράς ομολόγων των γερμανικών Länder (ομόσπονδων κρατών) είναι τα λεγόμενα Jumbos. Πρόκειται για ομόλογα που εκδίδονται από μια ομάδα γερμανικών ομόσπονδων κρατών. Μέχρι τώρα, έχουν εκδοθεί 38 Jumbos από ενώσεις πέντε έως επτά ομόσπονδων κρατών, με εξαίρεση το ιδιαίτερα μεγάλο Jumbo του 1997 για το οποίο συνέπραξαν δέκα ομόσπονδα κράτη. Μέχρι τώρα, όλα τα Jumbos είναι απλά ομόλογα και το μέσο μέγεθος της έκδοσης είναι λίγο μεγαλύτερο από 1 δισ. ευρώ, μεγαλύτερο από το επταπλάσιο του μεγέθους μιας μέσης έκδοσης ενός μεμονωμένου ομόσπονδου κράτους. Οι συμμετέχοντες στο πρόγραμμα Jumbo είναι κυρίως ομόσπονδα κράτη με μικρό μέγεθος ή πληθυσμό. Τα Jumbos έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα από τα συνήθη ομόλογα των Länder, εξοικονομώντας για τα δημόσια ταμεία ένα μέρος των ασφαλιστρών κινδύνου ρευστότητας σε σύγκριση με τα μάλλον μικρά ομόλογα των μεμονωμένων εκδοτών. Από την άποψη των επενδυτών, το Jumbo αποτελεί δομημένο ομόλογο που αποτελείται από ξεχωριστές απαιτήσεις έναντι των συμμετεχόντων ομόσπονδων κρατών ανάλογα με το μερίδιό τους στην κοινή έκδοση. Συνεπώς, τα ομόσπονδα κράτη έχουν εις ολόκληρον αλλά όχι από κοινού υποχρέωση για την έκδοση.

Χαρακτηριστικά των ομολόγων

- Συχνότητα έκδοσης: συνήθως 2-3 εκδόσεις ανά έτος
- Προθεσμίες λήψης: 5-10 έτη
- Μέγεθος: 1-1,5 δισ. ευρώ
- Ένα ομόσπονδο κράτος συντονίζει την έκδοση και ενεργεί ως φορέας πληρωμών.

Αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας

Οι εκδόσεις αξιολογούνται ως AAA από την Fitch. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι η Fitch μέχρι πρόσφατα αξιολογούσε ως AAA όλα τα γερμανικά ομόσπονδα κράτη λόγω του Länderfinanzausgleich (πρόκειται για μια διαδικασία εξίσωσης που αποτελεί μηχανισμό αλληλεγγύης και σιωπηρής εγγύησης μεταξύ των γερμανικών ομόσπονδων κρατών και, τελικά, του ομοσπονδιακού κράτους). Αυτό εξηγεί τις συχνά αποκλίνουσες αξιολογήσεις μεταξύ της Fitch και των άλλων σχετικών οργανισμών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η Fitch δεν αξιολογεί πλέον όλα τα γερμανικά ομόσπονδα κράτη.

Σύμφωνα με την Fitch, η αξιολόγηση AAA αντικατοπτρίζει την επιμέρους φερεγγυότητα και των επτά γερμανικών ομόσπονδων κρατών που συμμετέχουν στην κοινή έκδοση. Βασίζεται στους ισχυρούς μηχανισμούς στήριξης που ισχύουν για όλα τα μέλη της Γερμανικής Ομοσπονδίας και στις εκτεταμένες διευκολύνσεις ρευστότητας από τις οποίες αυτά επωφελούνται, που εξασφαλίζουν έγκαιρη πληρωμή και εξισώνουν τη φερεγγυότητα των ομόσπονδων κρατών με αυτήν της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γερμανίας. Η Fitch σημειώνει ότι οι μηχανισμοί στήριξης εφαρμόζονται ομοιόμορφα σε όλα τα μέλη της Γερμανικής Ομοσπονδίας: στην ομοσπονδιακή κυβέρνηση (Bund) και στα 16 ομόσπονδα κράτη. Οι διαφορές των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών επιδόσεων των ομόσπονδων κρατών δεν έχουν σημασία, δεδομένου ότι όλα τα ομόσπονδα κράτη δικαιούνται εξίσου οικονομική στήριξη από την ομοσπονδιακή κυβέρνηση σε περίπτωση χρηματοοικονομικών δυσκολιών. Τα από κοινού ομόλογα των γερμανικών Länder έχουν μηδενική στάθμιση κινδύνου και είναι επιλέξιμα για συμφωνίες επαναγοράς της ΕΚΤ.

Παράρτημα 4: Τεκμηρίωση και συμβάσεις της αγοράς

Όπως αναφέρθηκε στο τμήμα 4, η καθιέρωση ενός ομολόγου σταθερότητας θα απαιτεί τον προσδιορισμό διαφόρων χαρακτηριστικών των χρεογράφων και θα πρέπει να προσδιοριστούν οι συμβάσεις της αγοράς. Πιθανώς θα περιλαμβάνονται τα εξής στοιχεία:

- Δικαιοδοσία της έκδοσης του ομολόγου σταθερότητας: Τα ομόλογα EFSF και EE/EMXS εκδίδονται υπό το αγγλικό δίκαιο, αυτό όμως μπορεί να αντιμετωπίσει πολιτική αντίσταση στην προκειμένη περίπτωση.
- Διάρθρωση της ληκτότητας των τίτλων: Η στρατηγική χρηματοδότησης του ομολόγου σταθερότητας θα πρέπει να καθοριστεί με σκοπό i) να αναπτυχθεί μια έκδοση αναφοράς και μια καμπύλη απόδοσης, και ii) να βελτιστοποιηθεί το κόστος χρηματοδότησης, δεδομένου ότι η έκδοση σε ορισμένα τμήματα της καμπύλης απόδοσης είναι πιο δαπανηρή από άλλα. Η έκδοση βραχυπρόθεσμων τίτλων (έντοκα γραμμάτια του δημόσιου) επιπλέον των πιο μακροπρόθεσμων χρεογράφων θα βελτιώσει την ευελιξία του δημόσιου ταμείου και θα βελτιώσει σημαντικά την πρόσβαση σε χρηματοδότηση.
- Είδη τοκομεριδίων (σταθερά, μεταβλητά, μηδενικά, συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό): Για αρχή και προκειμένου να διευκολυνθεί η ανάπτυξη της ιδιότητας της έκδοσης αναφοράς, μπορεί να είναι προτιμότερο να επικεντρωθούμε σε απλές («plain vanilla») διαρθρώσεις χρεογράφων. Αυτό θα διευκολύνει επίσης την ανάπτυξη συναφών παραγώγων μέσων, ιδίως δικαιωμάτων προαίρεσης και προθεσμιακών τίτλων.
- Χρηματιστήριο αξιών στο οποίο θα εισαχθούν τα χρεόγραφα: Τα ομόλογα EFSF και EE/EMXS είναι εισηγμένα στο χρηματιστήριο του Λουξεμβούργου. Για το ομόλογο σταθερότητας αυτό ίσως αποδειχθεί πολύ περιορισμένο, αν και η εισαγωγή σε πολλά χρηματιστήρια θα επιφέρει πρόσθετο κόστος.
- Συμβάσεις διακανονισμού: Οι συμβάσεις αυτές πρέπει να διαμορφωθούν με σκοπό να υποστηρίζουν την ελκυστικότητα των μέσων, δηλαδή βραχυπρόθεσμοι τίτλοι με t+1 (για να διευκολύνονται οι βραχυπρόθεσμοι στόχοι του δημόσιου ταμείου) και μακροπρόθεσμα χρεόγραφα με t+3 (για να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος αποτυχίας των διακανονισμών).
- Στρατηγική για τη δημιουργία και τη διατήρηση μιας βάσης επενδυτών: Θα πρέπει να αναπτυχθούν σχέσεις με δυνητικούς επενδυτές και μπορεί να απαιτηθούν αποφάσεις για το εάν θα πρέπει να συγκροτηθεί ομάδα βασικών διαπραγματευτών, πώς θα ενσωματωθεί ο τομέας της λιανικής, κ.τλ.
- Εισαγωγή ρητρών συλλογικής δράσης, ώστε να είναι δυνατή μια οργανωμένη διαδικασία για την επίλυση τυχόν μελλοντικών προβλημάτων φερεγγυότητας.

Παραπομπές

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

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

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

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

Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Speech at the Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, Poros, 8 July 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. and W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, May/June 2009, pp.132 – 135.

Delpla, J. and von Weizsäcker, J. (2010), The Blue Bond Proposal, *Breugel Policy Briefs 420*, Bruegel, Brussels 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 March 2009

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

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

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

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

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

Jones, E. (2010), A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard, ISPI Policy Brief, No 180, March 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 August 2011

Monti, M. (2010) A new strategy for the Single Market, At the service of Europe's Economy and society, Report to the President of the European Commission, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf

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

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

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

Schäuble, W. (2010), Schäuble on Eurobonds and fiscal union, interview with Querentin Peel, Financial Times, 5 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

