



ЕВРОПЕЙСКА КОМИСИЯ

Брюксел, 23.11.2011  
COM(2011) 818 окончателен

## **ЗЕЛЕНА КНИГА**

**относно приложимостта на въвеждането на стабилизационни облигации**

## ЗЕЛЕНА КНИГА

### относно приложимостта на въвеждането на стабилизационни облигации

#### 1. **ОБОСНОВКА И ПРЕДВАРИТЕЛНИ УСЛОВИЯ ЗА СТАБИЛИЗАЦИОННИТЕ ОБЛИГАЦИИ<sup>1</sup>**

##### 1.1. **Контекст**

Целта на настоящата Зелена книга е да постави началото на широко обществено допитване до всички заинтересовани страни (държави-членки, участници на финансовите пазари, асоциации на финансовия сектор, кадри от академичните среди в ЕС и извън него, както и широката общественост) **във връзка с идеята за стабилизационни облигации**, което да позволи на Европейската комисия да определи подходящия начин за развиването ѝ.

В документа се прави оценка на осъществимостта на **общо емитиране на държавни ценни книжа (наричано по-долу „общо емитиране“)** сред държавите-членки от еврозоната, както и на **предпоставките<sup>2</sup>**. Емитирането от държавите-членки на еврозоната понастоящем се провежда на децентрализиран принцип, при използването на различни емисионни процедури. Въвеждането на общо емитирани стабилизационни облигации би означавало обединяване на емитирането сред държавите-членки, както и поделене на свързаните с това приходни потоци и разходи по обслужване на дълга. Това значително ще промени структурата на пазара на държавни облигации от еврозоната, който е най-големият сегмент от финансовия пазар на еврозоната като цяло (вж. приложение 1 за подробности относно пазарите на държавни облигации в еврозоната).

Концепцията на **общо емитиране** бе за първи път **обсъждана от държавите-членки в края на 90-те години, когато групата „Джованини“** (която съветва Комисията относно свързаното с еврото развитие на обстановката на капиталовите пазари) публикува доклад, който представи редица възможни варианти за координиране на емитирането на държавни облигации в еврозоната<sup>3</sup>. През септември 2008 г., интересът на пазарните участници към общото емитиране се възвърна, когато Европейската асоциация на първичните дилъри на държавни ценни книжа (European Primary Dealers Association — EPDA) публикува документа „A Common European Government Bond“

<sup>1</sup> В публичното дискусивно пространство и литературата обикновено се използва терминът „еврооблигации“. Комисията смята, че основната характеристика на такъв инструмент ще бъде по-висока финансова стабилност в еврозоната. Поради това, в съответствие с речта на председателя на Европейската комисия г-н Барозо за състоянието на Съюза, произнесена на 28 септември 2011 г., в настоящата Зелена книга се споменава за „стабилизационни облигации“.

<sup>2</sup> По принцип общото емитиране би могло да обхване и държави-членки извън еврозоната, но това означава възникването на валутен риск. Съществен дял от дълга на няколко държави-членки извън еврозоната вече е в евро, така че това не представляват значителна пречка. Всички държави-членки на ЕС биха могли да имат интерес от присъединяване към стабилизационните облигации, особено ако това би спомогнало за намаляването на разходите им за финансиране и подсигурирането на финансирането, както и ако би имало положително въздействие върху икономиката чрез вътрешния пазар. От гледна точка на стабилизационните облигации, по-високият брой на участващите държави-членки би означавал по-голямо положително въздействие, в частност в резултат на увеличена ликвидност.

<sup>3</sup> Група „Джованини“: Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area [Доклад за координирано емитиране на държавни облигации в еврозоната], 11.2000 г. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf).

[„Общоевропейска държавна облигация“]<sup>4</sup>. В този документ се потвърди тезата, че пазарите на държавни облигации в еврозоната са все още силно разпокъсани почти 10 години след въвеждането на еврото и бяха обсъдени предимствата и недостатъците на общото емитиране. През 2009 г. в доклада EMU@10 службите на Комисията отново обсъдиха въпроса с общите емисии.

**Изострянето на кризата във връзка с емитираните в еврозоната държавни дългови инструменти доведе до по-широк дебат за осъществимостта на общо емитиране**<sup>5</sup>. Значителен брой политически фигури, анализатори на пазара и представители на академичните среди застанаха зад идеята за общо емитиране като потенциално мощен инструмент за справяне със срещаните от някои държави-членки от еврозоната затруднения във връзка с ликвидността. В този контекст Европейският парламент поиска от Комисията да проучи приложимостта на общо емитиране на фона на приемането на законодателен пакет за икономическото управление на еврозоната, като подчерта, че общото емитиране на стабилизационни облигации се нуждае от допълнителна крачка в посока към оформянето на обща икономическа и фискална политика<sup>6</sup>.

**Докато общото емитиране обичайно се разглеждаше като по-дългосрочна възможност, дебатът напоследък се съсредоточи върху потенциално краткосрочните ползи като начин за намаляване на напрежението на пазара на държавни ценни книжа.** В този контекст въвеждането на стабилизационни облигации няма да се появи в края на процес на икономическо и фискално сближаване, а успоредно с допълнително сближаване и в подкрепа на създаването и въвеждането на необходимата рамка за такова сближаване. Такъв паралелен подход ще изисква незабавен и решителен напредък в икономическото, финансовото и политическото интегриране в еврозоната.

**Стабилизационните облигации ще се различават от съществуващите съвместно емитирани инструменти.** Те ще са инструмент, предназначен за ежедневно финансиране на държавната машина на държавите от еврозоната чрез общи емисии. В

<sup>4</sup> Вж. докладни записки за жизнеспособността на общоевропейската държавна облигация на EPDA, <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436>.

<sup>5</sup> Вж. приложение 2 за преглед на аналитичния принос към дебата във връзка с стабилизационните облигации.

<sup>6</sup> В Резолюция на Европейския парламент от 6 юли 2011 г. относно финансовата, икономическа и социална криза: препоръки за мерките и инициативите, които трябва да се предприемат (2010/2242 (INI)) се посочва: " ...13. призовава Комисията да проучи бъдещата система на еврооблигациите с оглед на определянето на условията, при които една такава система би била от полза за всички участващи държави-членки и за еврозоната като цяло; изтъква, че еврооблигациите биха могли да предложат реална алтернатива на пазара на облигации, деноминирани в щатски долари, и че биха могли да стимулират интегрирането на европейския пазар на държавни облигации, да намалят разходите по заемите, да увеличат ликвидността, бюджетната дисциплина и изпълнението на Пакта за стабилност и растеж (ПСР), да насърчат съгласувани структурни реформи, и да направят капиталовите пазари по-стабилни, което ди укрепило идеята за еврото като „сигурно убежище“ в глобален мащаб; припомня, че общата емисия на еврооблигации изисква допълнителна стъпка към обща икономическа и фискална политика; 14. следователно подчертава, че в случай на емитиране на еврооблигации тяхната емисия следва да се ограничи до 60 % от БВП съгласно условията за споделена и солидарна отговорност като привилегирован държавен дълг и следва да бъде свързана със стимули за намаляване на държавния дълг до това равнище; предлага главната цел на еврооблигациите да бъде намаляване на държавния дълг и избягване на моралния риск и предотвратяване на спекулациите с еврото; отбелязва, че достъпът до посочените еврооблигации ще изисква споразумение и прилагане на съпоставими програми за намаляване на дълга;".

тази връзка следва да се прави разлика между тях и останалите съвместно емитирани облигации в Европейския съюз и еврозоната, като например емисиите за финансиране на външна помощ на държавите-членки и трети държави<sup>7</sup>. Съответно мащабът на емитирането на стабилизационните облигации ще бъде много по-голям и по-продължителен от този при настоящите форми на национална или обща емисия.

**Емитирането на стабилизационни облигации би могло да бъде централизирано в една агенция или децентрализирано на национално равнище със стриктна координация между държавите-членки.** Разпределянето на приходните потоци и разходите по обслужване на дълга, свързани с стабилизационните облигации, ще отразява съответния дял на държавите-членки в емисиите. В зависимост от изборения подход на емитиране на стабилизационни облигации, държавите-членки могат да поемат солидарна отговорност за всички свързани разходи по обслужване на дълга или за част от тях, което предполага съответно обединяване на кредитния риск.

**Значителна част от предполагаемия ефект на стабилизационните облигации далеч надхвърля техническата област и повдига въпроси, свързани с националния суверенитет и процеса на икономическа и политическа интеграция.** Тези въпроси включват засилено координиране на икономическата политика и управление и висока степен на икономическо сближаване, а при някои варианти — необходимост от промени в Договора. Колкото по-общ бъде кредитният риск във връзка с държавните ценни книжа, толкова по-стабилен ще бъде пазарът, но ще отслабнеи пазарната дисциплина по отношение на държавните ценни книжа, емитирани от отделни държави. Следователно фискалната стабилност следва да разчита повече на дисциплината в резултат на политически процеси. Също така, някои от предпоставките за успеха на стабилизационните облигации като висока степен на политическа стабилност и предвидимост или равнище на подкрепа от паричните институции далеч надхвърлят чисто техническите параметри.

**В допълнение към който и да е тип стабилизационни облигации трябва да стои значително засилени фискален надзор и координация на политиката, така че да се избегне рискът от недоброръчно поведение и да се осигурят устойчиви публични финанси, както и да се подкрепи конкурентоспособността и да се намалят вредоносните мактоикономически дисбаланси.**

Това неизбежно ще има въздействие върху фискалния суверенитет, поради което се налага задълбочен дебат в държавите-членки от еврозоната.

Поради факта, че подобни въпроси изискват задълбочено разглеждане, настоящият документ бе приет от Комисията, така че да започне необходимият процес на политически дебат и обществено допитване относно осъществимостта на стабилизационните облигации и предпоставките за въвеждането им.

## **1.2. Обосновка**

**Откакто бе въведено еврото, дебатът относно общите емисии претърпя съществено развитие.** Първоначално обосновката за общи емисии бе основно съсредоточена върху ползите от увеличаване на пазарната ефективност чрез по-голяма

<sup>7</sup>

Напр. облигациите, емитирани от Комисията в рамките на Механизма за подкрепа на платежния баланс/Европейския механизъм за финансово стабилизиране и облигациите, емитирани от Европейския механизъм за финансова стабилност, или емисиите за финансиране на мащабни инфраструктурни проекти с транснационално измерение (напр. облигациите за проекти, които вероятно ще бъдат емитирани от Комисията). Различните видове съвместни емисии и други инструменти, подобни на стабилизационните облигации, са разгледани в приложение 3.

ликвидност на пазара на държавни облигации от еврозоната и по-широката финансова система на еврозоната. Наскоро, в условията на настоящата криза при държавните ценни книжа, фокусът на дебата се премести към аспектите на стабилността. В този контекст, основните ползи от общото емитиране биха били следните:

#### *1.2.1. Управление на кризата и предотвратяване на бъдещи кризи при държавните ценни книжа*

**Перспективата за стабилизационни облигации има потенциала да уталожил настоящата криза при държавните ценни книжа, тъй като държавите-членки, чиито ценни книжа са с висока доходност, могат да се възползват от по-голямата кредитоспособност на държавите-членки с ниска доходност на ценните книжа.** Дори ако въвеждането на стабилизационни облигации би отнело известно време (вж. раздел 2), предварителното съгласие за общи емисии може да има въздействие върху пазарните очаквания и по този начин да намали средните и пределните разходи за финансиране на тези държави-членки, които понастоящем изпитват затруднения да се финансират. За да може такъв ефект да бъде дълготраен обаче, план-графикът за въвеждането на общи облигации трябва да се придружава от успоредно поети задължения за по-силно икономическо управление, които да гарантират, че необходимите бюджетни и структурни корекции за осигуряване устойчивост на публичните финанси ще бъдат предприети.

#### *1.2.2. Укрепване на финансовата стабилност в еврозоната*

**Чрез стабилизационните облигации ще се повиши устойчивостта на финансовата система на еврозоната към бъдещи неблагоприятни шокове и по този начин ще се засили финансовата стабилност.** Стабилизационните облигации ще предоставят на всички участващи държави-членки по-сигурен достъп до рефинансиране, ще предотвратят внезапната загуба на достъп до пазара поради неоснователно избягване на риска и/или стадно поведение сред инвеститорите. Също така те ще спомогнат и за стабилизиране на пазара, както и за намаляване или премахване на нуждата от скъпоструваща помощ и спасителни мерки за държавите-членки, които временно не могат да се финансират от пазара. Положителното въздействие на тези облигации ще зависи от начина, по който бъдат управлявани възможните фактори на липса на мотивация за поддържането на фискална дисциплина. Този аспект ще бъде разгледан по-задълбочено в раздел 1.3 и раздел 3.

**Наличието на стабилизационни облигации ще бъде от полза за банковата система на еврозоната.** Обикновено банките държат голям размер държавни облигации като ликвидна инвестиция с нисък риск и относителна стабилност. Държавните облигации служат и за буфери на ликвидността, тъй като могат да се продават на относително стабилни цени или да се използват като обезпечение при операции по рефинансиране. Въпреки това, позициите на банките в държавни ценни книжа се различават значително сред държавите-членки, което създава важна връзка между техните баланси и баланса на съответните национални държавни ценни книжа. Ако фискалната позиция на националните държавни ценни книжа се влоши значително, качеството на наличното обезпечение, с което разполага местната банкова система, също неизбежно се влошава, като по този начин банките се излагат на риск във връзка с рефинансирането си както на междубанковия пазар, така и при достъпа до механизмите на Евросистемата. Чрез стабилизационните облигации ще се осигури източник на по-стабилно обезпечение за всички банки в еврозоната, като ще се намали уязвимостта им към влошаващия се кредитен рейтинг на отделни държави-членки. По същия начин, други институционални инвеститори (например животозастрахователни дружества и

пенсионни фондове), които по правило притежават относително голямо количество местни държавни облигации, ще се ползват от по-хомогенни и стабилни активи под формата на стабилизационни облигации.

### *1.2.3. Улесняване провеждането на паричната политика*

**Стабилизационните облигации ще улеснят провеждането на паричната политика на еврозоната.** Кризата при държавните ценни книжа нанесе вреда на процеса на провеждане на паричната политика, тъй като се получи пропаст в доходността им при отделните държави-членки в условията на силно нестабилни пазари. В някои крайни случаи функционирането на пазарите бе нарушено и ЕЦБ се намеси чрез програмата си за пазара на ценни книжа. Стабилизационните облигации ще създадат по-широка основа от сигурни и ликвидни активи. Това ще спомогне за осигуряването на гладко и последователно възприемане на поставените от ЕЦБ парични условия от пазара на държавни облигации, което ще се отрази на разходите на бизнеса и домакинствата за получаване на кредит и в крайна сметка — на съвкупното търсене.

### *1.2.4. Подобряване на пазарната ефективност*

**Чрез стабилизационните облигации ще се повиши ефективността на пазара на държавни облигации в еврозоната и в по-широката финансова система на еврозоната.** Емитирането на стабилизационни облигации ще даде възможност за голям и силно ликвиден пазар с единна базова доходност, за разлика от сега, когато се наблюдават множество специфични за всяка страна базови стойности. Ликвидността и високото кредитно качество на пазара на стабилизационни облигации ще даде възможност за базова доходност, отразяваща нисък кредитен риск и премии за ликвидност (вж. каре 1). Единна „безрискова“ базова доходност на стабилизационните облигации през целия матуритетен спектър би спомогнала за по-широкото развитие на пазара на облигации, като се стимулира емитиране от емитенти, различни от държавите, например предприятия, общини и финансови дружества. Наличието на ликвидна базова доходност в еврозоната ще улесни и функционирането на редица пазари на деривативи в евро. Въвеждането на стабилизационните облигации може да бъде допълнителен катализатор за интегрирането на сетълмента на европейските ценни книжа, успоредно с планираното въвеждане на единната общоевропейска платформа на ЕЦБ за сетълмент „TARGET2-Securities (T2S)“ и евентуално ново регулаторно действие на равнище ЕС. Погледнато от тези различни ъгли, въвеждането на стабилизационните облигации може да доведе до по-ниски разходи за финансиране за публичния и частния сектор в еврозоната и по този начин да подкрепи дългосрочния потенциал за растеж на икономиката.

#### **Каре 1: Очаквана доходност на стабилизационните облигации – емпирични данни**

Въвеждането на стабилизационни облигации следва да укрепи ликвидността на пазарите на държавни облигации от еврозоната, като по този начин намали премията за ликвидност, която инвеститорите косвено налагат за притежаването на държавни облигации. Това каре представлява опит да се изрази количествено евентуалният размер на спестените разходи поради по-ниска премия за ликвидност. Друг компонент на очакваната доходност на стабилизационните облигации — вероятната премия за кредитен риск, се оказва по-спорен. Премията за ликвидност и за кредитен риск при стабилизационните облигации ще зависят основно от избраните варианти за тяхното проектиране и гаранционна структура.

Няколко емпирични анализи сравниха доходността на хипотетично общо емитирани облигации със средната доходност на съществуващи такива. Тези анализи допускат, че общите емисии не водят нито до спад в премията за ликвидност, нито до подобряване на кредитния профил, надхвърлящи средните рейтинги на държавите-членки. Carstensen (2011 г.) очаква доходността от общите облигации, ако е просто среднопретеглена стойност на лихвените проценти на държавите-членки, да бъде 2 процентни пункта над германската 10-годишна държавна облигация. Според друга оценка (Assmann, Boysen-Hogrefe, 2011 г.), разликата в доходността в сравнение с германските държавни облигации може да бъде 0,5 — 0,6 процентни пункта. Основните доводи са, че променливите фискални показатели са ключови фактори за спредовете при държавните облигации. Във фискално изражение, агрегатът на еврозоната би бил сравним с Франция; следователно доходността на общите облигации би била равна на тази на френските облигации. Анализ на J.P Morgan (2011 г.) с използването на сравним подход, посочва подобен обхват на доходността — от около 0,5 до 0,6 процентни пункта. Допълнителен анализ в тази връзка от френската банка Natixis (2011 г.) сочат, че цените на общите облигации могат да бъдат с около 20 базисни пункта над облигациите, които понастоящем имат рейтинг AAA. Favero и Missale (2010 г.) твърдят, че доходността на облигациите на САЩ, коригирана с премия за обменен курс, е добра база за определяне на доходността на общите облигации, тъй като целта им ще бъде да доближат пазарите на облигации от еврозоната към пазара на САЩ по отношение на кредитния риск и ликвидността. Те посочват, че през годините преди финансовата криза доходността на германските държавни облигации е била с около 40 базисни пункта по-висока от тази на американските, което тогава би отразявало по-високата ликвидност, получена от емитирането на общи облигации при същите условия като американските облигации.

С цел да се направи оценка на максималната полза по отношение на премията за ликвидност, Комисията извърши статистически анализ на всички емисии държавни облигации в еврозоната след 1999 г. Размерът на емисията се използва като индикатор (тъй като е най-широко достъпният показател, въпреки че е възможно да подценява потенциалната полза по отношение на премията за ликвидност) за ликвидността  $\eta$ , а коефициентът в регресия определя максималната полза от по-голяма емисия<sup>8</sup>. Първият модел се изчислява като се използват данни за държавите-членки на еврозоната с рейтинг AAA (обозначени като „AAA“ в таблицата), а вторият — с помощта на всички налични данни за държавите-членки от еврозоната (обозначени като „AA“). Вторият модел контролира също и определянето на рейтинга на всяка емисия. Оказва се, че всички коефициенти са значителни на конвенционално равнище, както и че между 70 % и 80 % от разликата се обяснява с оценката.

**Таблица: Оценки на модела и очаквана промяна в доходността поради по-ниска премия за ликвидност**

	Средно за 1999-2011 г.			Пазарна ситуация 2011 г.		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Доходност (%) – по модела	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Промяна спрямо пазара в САЩ	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

За да се получи полза по отношение на премията за ликвидност, коефициентите от модела се използват за симулация на потенциалния спад в доходността на облигациите, емитирани в рамките на средна по размер емисия на американски държавни облигации, а не на средна по размер емисия на еврозоната. Следователно размерът на емисията на САЩ служи като

<sup>8</sup> Размерът на емисията, както е записан в Dealogic, е коригиран, за да включи размерът на съседни емисии на облигации с подобен матуритет и дата на уреждане. За да се отчетат разликите в подвластните на времеви фактори пазарни условия се въвеждат контролни променливи за въздействието на лихвеното равнище (двугодишният суап курс) и времевата структура (разликата между десетгодишния и двегодишен суап курс), които преобладават при всяка емисия.

ориентир за това колко ликвиден може да стане пазарът на стабилизационни облигации. При първоначалното изчисляване, ползата за ликвидността бе извлечена от средния „портфейл“ на доходността от 1999 г. насам. За сравнение, същите изчисления бяха направени при приемане на пазарните условия през лятото на 2011 г.

Вторият ред на таблицата показва, че ползата по отношение на доходността поради по-голям размер на емисията ще бъде от порядъка на 10 — 20 базисни пункта за еврозоната в зависимост от постигнатия кредитен рейтинг, без особено значение дали са използвани минали или скорошни пазарни условия. Съответната полза по отношение на доходността за Германия ще бъде около 7 базисни пункта. Симулациите показват, че очакваната полза по отношение на премията за ликвидност е доста ограничена и намалява при държавите-членки, които вече се ползват от най-високия рейтинг.

Макар и да е очевидно, че държавите-членки, чиито облигации понастоящем са с висока доходност, ще имат полза както от обединяването на кредитния риск, така и от подобряването на ликвидността на общите облигации, държавите-членки, чиито облигации понастоящем са с ниска доходност, биха могли да се сблъскат с по-висока доходност при липсата на подобрене на кредитния профил на настоящите емитенти на високодоходни облигации. По принцип ползата по отношение на премията за ликвидност би могла да се преразпредели с помощта на компенсаторни плащания, но при отсъствието на по-добро управление цялостното кредитно качество на дълга на еврозоната може фактически да се влоши в резултат на по-слабата пазарна дисциплина, доколкото настоящите емитенти на нискодоходни държавни облигации ще се сблъскат с по-високи разходи за финансиране.

#### *1.2.5. Засилване на ролята на еврото в глобалната финансова система*

**Стабилизационните облигации ще улеснят портфейлните инвестиции в евро и ще насърчат по-балансирана световна финансова система.** Размерите на пазара на държавни облигации в САЩ и в еврозоната са сравними, но фрагментирането на емитирането в евро означава, че са налице много по-големи обеми държавни облигации, емитирани от САЩ, отколкото от емитент в еврозоната. Средно от 1999 г. насам, размерът на емисия 10-годишни американски държавни облигации е почти два пъти по-голям от този на Германия, като разликата е още по-голяма при облигациите, емитирани от всяка друга държава-членка на ЕС. Според наличните данни, търгуваните обеми американски държавни облигации на паричния пазар са много повече от търгуваните на съответния пазар в еврозоната, когато ликвидността се насочи към сегмента на деривативите. Високата ликвидност е един от факторите за господстващата и привилегирована роля на държавните облигации на САЩ в глобалната финансова система (подкрепена от щатския долар като единствена международна резервна валута) и притегателен център за институционалните инвеститори. Съответно, по-големите емисии и по-ликвидните вторични пазари при стабилизационните облигации ще засилят позицията на еврото като международна резервна валута.

### **1.3. Предпоставки**

**Стабилизационните облигациите биха могли да имат значителен положителен ефект върху финансовата стабилност и икономическата ефективност, но от основно значение е да се преодолеят потенциалните недостатъци.** За тази цел трябва да бъдат изпълнени важни икономически, правни и технически предпоставки. Тези предпоставки, които могат да доведат до промени в Договора и съществени изменения на институционалния облик на ИПС и Европейския съюз, са разгледани по-долу.



### *1.3.1. Ограничаване на риска от недобросъвестно поведение*

**Стабилизационните облигации не трябва да водят до отхлабване на бюджетната дисциплина сред държавите-членки от еврозоната.** Важна характеристика на периода след въвеждането на еврото бе несъответствието в пазарната дисциплина на бюджетната политика на участващите държави-членки. Ретроспективно погледнато, високата степен на сближаване на доходността на облигациите в еврозоната през първото десетилетие на обращение на единната валута не бе обосновано от резултатите на държавите-членки при изпълнението на националните бюджети. Корекцията от началото на 2009 г. беше рязка, вероятно до известна степен прекомерна. Въпреки това несъответствие, по-скорошният опит потвърждава, че пазарите са в състояние да наложат дисциплина на националните бюджетни политики в еврозоната. При някои форми на стабилизационни облигации тази дисциплина може да бъде отхлабена или изобщо загубена, тъй като държавите от еврозоната ще обединят кредитния риск във връзка с целия си публичен дълг или с част от него, което би възбудило съмнения за недобросъвестно поведение. Такива съмнения се коренят във факта, че при общото емитиране кредитният риск, произтичащ от липсата на фискална дисциплина при отделните участници, ще се разпредели сред всички останали.

**Поради факта, че емитирането на стабилизационни облигации може да отслаби пазарната дисциплина ще са необходими съществени промени в рамката на икономическо управление в еврозоната.** Ще бъде оправдано въвеждането на допълнителни предпазни мерки, за да се гарантира устойчивостта на публичните финанси. Тези предпазни мерки трябва да визират не само бюджетната дисциплина, а и икономическата конкурентоспособност (вж. раздел 3). Макар че приемането на новия пакет за икономическо управление вече предоставя значителна защита, която ще бъде допълнително укрепена чрез новите регламенти, основани на член 136<sup>9</sup>, може да има необходимост да се задълбочи още повече проектът за стабилизационни облигации — особено, ако ще се обединява кредитният риск. Ако стабилизационните облигации се възприемат като средство за заобикаляне на пазарната дисциплина, тяхната приемливост за държавите-членки и инвеститорите ще бъде поставено под съмнение.

Въпреки че благоразумната фискална политика при благоприятна икономическа конюнктура и бързото коригиране на евентуално отклонение от предначертания план са сърцевината на отговорни и ориентирани към стабилността политически действия, опитът показва, че широките макроикономически дисбаланси, включително загубата на конкурентоспособност, могат да имат изключително неблагоприятно въздействие върху публичните финанси. Следователно, по-тясното координиране на политиките, наложено от въвеждането на стабилизационните облигации, трябва да се използва и за избягване и коригиране на разрушителните макроикономически дисбаланси.

*Осигуряване на висока степен на кредитно качество и възможност за всички държави-членки да се възползват от стабилизационните облигации*

**За да бъдат приети от инвеститорите, стабилизационните облигации трябва да притежават висока степен на кредитно качество.** Те трябва да бъдат така проектирани и емитирани, че инвеститорите да ги разглеждат като инвестиции с много нисък риск. Следователно, възможно най-високият рейтинг ще се отрази изключително благоприятно върху приемането и успеха им. По-нисък рейтинг може да има отрицателно въздействие върху ценообразуването им (по-висока доходност, отколкото

<sup>9</sup> Предложение за регламент на Европейския парламент и на Съвета относно общите разпоредби за мониторинг и оценка на проектите за бюджетни планове и за гарантиране на коригирането на прекомерния дефицит на държавите-членки в еврозоната.

иначе) и желанието на инвеститорите да абсорбират достатъчно големи емисии. Това се отнася особено за случаите, когато заедно с емисиите на стабилизационни облигации продължат да бъдат предлагани и национални емисии с рейтинг AAA, които ще ги конкурират. Висока степен на кредитно качество е необходима и ако се възнамерява стабилизационните облигации да функционират като международна база, както и с оглед подкрепа на развитието и ефикасното функциониране на съответните пазари на фючърси и опции<sup>10</sup>. В противен случай съществува опасност инвеститорите да бъдат скептични по отношение на новия инструмент и доходността му да е значително по-висока, отколкото тази, от която понастоящем се ползват по-кредитоспособните държави-членки.

**Постигането на висока степен на кредитно качество ще бъде важно и за да се гарантира приемането на стабилизационните облигации от всички държави-членки от еврозоната.** Ключов въпрос е разпределянето на рисковете и печалбите сред различните държави-членки. В някои свои конфигурации стабилизационните облигации фактически означават, че държавите-членки, чийто кредитен рейтинг понастоящем е по-нисък от средния, могат да се ползват от ниски разходи за финансиране, а тези, чийто кредитен рейтинг вече е висок, могат дори да понесат нетна загуба, ако резултатът от обединяването на риска надхвърля положителния ефект от увеличената ликвидност. По същия начин, подкрепа за стабилизационните облигации сред държавите-членки, които вече се радват на рейтинг AAA, ще изисква гарантиране на съответно висока степен на кредитно качество за новия инструмент, така че разходите за финансиране на техния дълг да не нараснат. Както бе пояснено, това отново ще зависи от успешното ограничаване на риска от недобросъвестно поведение. Привлекателността на стабилизационните облигации може да бъде допълнително засилена чрез механизъм за преразпределяне на част от ползите по отношение на финансирането сред държавите-членки с по-висок кредитен рейтинг и тези с по-нисък (вж. каре 2).

**Кредитният рейтинг на стабилизационните облигации основно ще зависи от кредитното качество на участващите държави-членки и вид поета по отношение на тях отговорност<sup>11</sup>.**

- При *индивидуалната отговорност* всяка държава-членка носи отговорност за своя дял от задълженията по стабилизационните облигации съгласно специфична формула за разпределение<sup>12</sup>. При условие че държавите-членки продължат да получават определени рейтинги, много вероятно е понижаването на рейтинга на голяма държава-членка да доведе до съответно понижаването на рейтинга на стабилизационните облигации, въпреки че не е задължително това да окаже влияние върху рейтинга на другите държави-членки. При настоящите условия на само шест държави-членки от еврозоната с рейтинг AAA, стабилизационните облигации с такъв вид поемана отговорност е най-вероятно да не получат кредитен рейтинг AAA,

<sup>10</sup> Опитът за определяне на рейтинг на облигациите на Европейския механизъм за финансова стабилност показва, че ако рейтинг на облигацията е по-висок от средното равнище на обезпечение, предоставено от участващите държави-членки, той се придружава от различни инструменти като притежаване на парични резерви, капитал за поемане на загубите и гарантиране на по-голям размер от емисионния. Докато тези елементи са сложни за управление при Европейския механизъм за финансова стабилност, те могат да се окажат полезни за засилване на кредитния рейтинг на стабилизационните облигации

<sup>11</sup> В настоящия раздел термините „индивидуална отговорност“ и „солидарна отговорност“ се използват в икономически смисъл, който може и да не е идентичен с правните им определения.

<sup>12</sup> Като бюджета на ЕС или алгоритъма за участие в капитала на ЕЦБ.

а могат да получат дори рейтинга на държавата-членка с най-нисък рейтинг, освен ако не са подкрепени с кредитни подобрения.

- При индивидуална отговорност, подсилена с отреждането на първостепенен ранг и обезпечения, всяка държава-членка отново носи отговорност за своя дял в емисията на стабилизационни облигации. За да се гарантира обаче, че задълженията по стабилизационните облигации винаги ще бъдат обслужени, дори в случай на неизпълнение, държавите-членки могат да помислят за известен брой кредитни подобрения. Първо, на емитираните стабилизационни облигации би могъл да бъде отреден първостепенен ранг. Второ, те биха могли да бъдат частично обезпечени (например чрез пари, злато, акции на публични дружества и др.). Трето, някои приходни потоци биха могли да бъдат предназначени за покриване на разходите по обслужване на стабилизационните облигации. Резултатът би бил кредитен рейтинг AAA за стабилизационните облигации, въпреки че е вероятно рейтингите на националните облигации на не толкова кредитоспособните държави-членки да понесат относително влошаване.
- При солидарната отговорност, държавите-членки поемат отговорност не само в рамките на своя дял в емисията стабилизационни облигации, а и за дела на всяка друга държава-членка, която не изпълни задълженията си<sup>13</sup>. Дори при този вид отговорност, не може напълно да се изключи вероятността стабилизационните облигации да бъдат засегнати, ако от ограничен брой държави-членки с рейтинг AAA се изиска да гарантират значителни задължения на други държави-членки с по-нисък рейтинг. Съществува също така риск от създаване при крайни условия на верижна реакция от понижавания на рейтинга, например поради понижаване на рейтинга на голяма държава-членка с рейтинг AAA с резултат понижаване на рейтинга на стабилизационните облигации, което на свой ред би могло да има отрицателно въздействие върху кредитните рейтинги на другите участващи държави-членки. Съответно са наложителни подходящи предпазни мерки, за да се гарантира бюджетната дисциплина сред участващите държави-членки чрез строга рамка за икономическо управление (и евентуално по-висок ранг на стабилизационните облигации спрямо националните облигации при варианта, когато последните ще продължат да съществуват).

#### **Каре 2: Възможно преразпределяне на ползите по отношение на финансирането сред държавите-членки**

Рискът от недобросъвестно поведение, свързан с емитирането на стабилизационните облигации с поемане на солидарна отговорност би могъл да бъде преодолян чрез механизъм за преразпределяне на някои от ползите по отношение на финансирането в резултат на емитирането на стабилизационните облигации между държавите-членки с по-висок кредитен рейтинг и тези с по-нисък. Такъв механизъм би могъл да превърне емитирането на стабилизационни облигации в печеливша за всички държави-членки от еврозоната възможност. За илюстрация е взет пример с две държави-членки:

Държавният дълг и на двете държави-членки възлиза на 2 млрд. EUR, но държава А плаща лихва 2 %, а държава Б — 5 % по национална емисия на петгодишни облигации. Емисия стабилизационни облигации ще финансира изцяло двете държави с петгодишни облигации и лихва 2 %. Разпределението на емисията ще бъде поравно за всяка една от тях.

<sup>13</sup>

При такива обстоятелства обаче участващите държави-членки ще имат право на иск срещу неизпълнителата задълженията си държава-членка.

Част от ползите по отношение на финансирането за държава Б в резултат на емитирането на стабилизационни облигации ще се преразпредели към държава А. Например, намаление от 100 базисни пункта при държава А би могло да се финансира от премията в размер на 300 базисни пункта при държава Б. Съответно, стабилизационните облигации биха могли да финансират държава А с лихва 1 %, а държава Б — с лихва 3 %. И разходите за финансиране и на двете държави ще бъдат по-ниски спрямо националните емисии.

Логично е, че е необходимо да се създаде такъв механизъм за вътрешно разпределяне на ползите в резултат на емитирането на стабилизационни облигации, обвързан обаче с определени бюджетни показатели в контекста на рамката за икономическо управление на еврозоната.

### 1.3.2. Осигуряване на съгласуваност с Договора за ЕС

**Съгласуваността с Договора за ЕС е от съществено значение за осигуряването на успешно въвеждане на стабилизационните облигации.** На първо място стабилизационните облигации не трябва да нарушават забраната в Договора за „спасяване“ на държавите-членки. Съвместимостта на стабилизационните облигации с настоящата рамка по него зависи от избраната конкретна форма. Някои варианти могат да изискват промени в съответните разпоредби на Договора. Член 125 от Договора за функционирането на Европейския съюз (ДФЕС) забранява на държавите-членки да поемат задължения на друга държава-членка.

**Емитирането на стабилизационни облигации при поемането на солидарна отговорност ще доведе потенциално до ситуация, в която забраната за спасяване ще бъде нарушена.** При такава ситуация, ако дадена държава-членка не успее да изпълни финансовите си задължения, друга държава-членка действително ще бъде отговорна, независимо каква е нейната „обичайна“ формула на разпределение. В този случай ще е необходимо Договорът да бъде изменен. Изменението може да бъде извършено по опростената процедура, ако службата за общо управление на дълга на еврозоната бъде създадена съобразно междуправителствена рамка, но най-вероятно ще е необходимо прибягването до обикновената процедура, ако тя бъде поставена под пряката приложимост на правото на ЕС (тъй като тя ще разшири компетентността на ЕС). Освен ако в Договора няма специално основание, подходът, основан на законодателството на ЕС, най-вероятно ще изиска използването на член 352 от ДФЕС, който предвижда единодушен вот на Съвета и съгласието на Европейския парламент. Емитирането на стабилизационните облигации и необходимата по-строга икономическа и фискална координация за осигуряването на успеха им най-вероятно ще изискват значителни промени и в националното законодателство в редица държави-членки<sup>14</sup>.

**Емитирането на стабилизационни облигации с няколко, но не съвместни обезпечения е възможно в рамките на съществуващите разпоредби на Договора.** Например би могло да се предвиди, без да се нарушава член 125 от ДФЕС, значително увеличаване на разрешения обем на ЕМС за кредитиране и промяна на условията за кредитиране с оглед да се позволи преотстъпване на заетите от пазарите средства на

<sup>14</sup> Например решение на немския Конституционен съд от 7 септември 2011 г. забранява на немския законодателен орган да създаде постоянен механизъм, „който ще доведе до поемане на отговорност за доброволните решения на други държави-членки, особено ако имат последици, чието въздействие е трудно да се изчисли“. В него също така се изисква и при междуправителствено управление парламентът да продължи да контролира основните решения относно бюджетната политика.

всички държави-членки от еврозоната, при условие че пропорционалният характер на свързаната с ЕМС формула на разпределение остане непроменена. Същото ще важи за емисиите на евентуална служба за общо управление на дълга, чиито задължения ще останат на строго пропорционална основа.

Договорът ще се нуждае от промяна и ако се предвиди значително повече намеса при икономическото управление на еврозоната. В зависимост от специфичните характеристики на стабилизационните облигации, фискалното и икономическото управление и надзор при участващите държави-членки ще трябва да бъдат укрепени, за да се избегне рискът от недобросъвестно поведение. Допълнителни качествени промени в управлението, които отиват отвъд предложенията, включени в пакета от 23 ноември, най-вероятно ще изискват промени в Договора. В раздел 3 се разглеждат по-подробно такива варианти на засилено фискално управление.

## **2. ВАРИАНТИ ЗА ЕМИТИРАНЕ НА СТАБИЛИЗАЦИОННИ ОБЛИГАЦИИ**

**Множество варианти за емитиране на стабилизационни облигации бяха предложени, особено след началото на кризата при държавните ценни книжа в еврозоната.** В зависимост обаче от степента на заместване на националните емисии (пълно или частично) и естеството на поетата по тях отговорност (солидарна или индивидуална). Тези три широки подхода<sup>15</sup>:

- (1) пълно заместване на националните емисии с емисии на стабилизационни облигации с поемане на солидарна отговорност;
- (2) частично заместване на националните емисии с емисии на стабилизационни облигации с поемане на солидарна отговорност; и
- (3) частично заместване на националните емисии с емисии на стабилизационни облигации с поемане на индивидуална отговорност.

В настоящия раздел всеки от трите подхода е оценен въз основа на ползите и предпоставките в раздел 1.

### **2.1. Подход 1: Пълно заместване на националните емисии с емисии на стабилизационни облигации с поемане на солидарна отговорност**

**При този подход финансирането на държавите-членки от еврозоната ще бъде напълно осигурено чрез емитирането на стабилизационни облигации, като националните емисии ще бъдат преустановени.** Държавите-членки биха могли да емитират стабилизационни облигации децентрализирано чрез координирана процедура, по-ефикасно би било да се създаде агенция за управление на дълга на еврозоната<sup>16</sup>. Тази централизирана агенция ще емитира стабилизационни облигации на пазара и ще разпределя приходите сред държавите-членки в зависимост от съответните им нужди от финансиране. На същата основа агенцията ще обслужва стабилизационните облигации, като събира от държавите-членки плащанията по лихвата и главницата. По емитираните стабилизационни облигации ще се поема солидарна отговорност от всички държави-членки на еврозоната, което означава обединяване на отделните

<sup>15</sup> Възможен е и четвърти подход на пълно заместване със стабилизационни облигации с поемане на индивидуална отговорност, но той не е разгледан тук, тъй като би се различавал съществено от съществуващите емисионни споразумения. В допълнение могат да се замислят и смесени варианти, например солидарна отговорност по задълженията и ограничена индивидуална отговорност за удовлетворяване на краткосрочен недостиг на ликвидност.

<sup>16</sup> Вж. раздел 4 за преглед на предимствата и недостатъците на централизираното и децентрализираното емитиране.

кредитни рискове. Предвид солидарното естество на отговорността, кредитният рейтинг на стабилизационните облигации ще зависи най-вероятно от този на по-големите държави-членки от еврозоната, което предполага, че ако биха били емитирани в момента, техният рейтинг би бил висок. Необходим е обаче по-задълбочен анализ на залегналия в идейния проект на стабилизационните облигации елемент на насрещните гаранции, както и на отражението върху кредитния рейтинг и доходността.

**При този подход ползата от емитирането на стабилизационни облигации ще бъде най-осезаема. Пълното заместване** на националните емисии с емисии на стабилизационни облигации ще осигури цялостно рефинансиране на държавите-членки, независимо от състоянието на публичните им финанси. Така биха могли да бъдат преодолен и избегнати в бъдеще сериозните затруднения във връзка с ликвидността, които понастоящем изпитват някои държави-членки. При този подход би се създал и значителен по размер хомогенен пазар на стабилизационни облигации с безспорна полза от ликвидност и ниска премия за ликвиден риск. Новите стабилизационни облигации ще служат за базови облигации за еврозоната и поради това ще предоставят по-ефикасна отправна точка за ценообразуването на риска в цялата ѝ финансова система. Осигуряването на висококачествено правителствено обезпечение за финансовите институции в държавите-членки ще максимизира ползата от общо емитиране, тъй като ще подобри устойчивостта на финансовата система на еврозоната и провеждането на паричната политика. При този подход стабилизационните облигации също така ще предоставят на световната финансова система втори гранитно стабилен пазар, съпоставим по размер и ликвидност на пазара на американски държавни облигации, като по този начин бъдат и най-добрият начин за увеличаването на международната роля на еврото.

**Същевременно при този подход рискът от недобросъвестно поведение е най-голям.** Държави-членки биха могли практически свободно да се възползват от дисциплината на другите държави-членки, без това изобщо да се отразява на разходите им за финансиране. Този подход следователно трябва да се придружава от много здрава рамка за постигане на национално равнище на бюджетна дисциплина, икономическа конкурентоспособност и намаляване на мактоикономическите дисбаланси, за която ще е нужен съществен напредък спрямо положението в момента към икономическо, финансово и политическо интегриране. Без такава рамка описаният амбициозен подход във връзка с емитирането на стабилизационни облигации няма да бъде приемлив вариант за държавите-членки и инвеститорите. Предвид поеманата по отношение на стабилизационните облигации солидарна отговорност и изискваната здрава рамка за постигане на бюджетна дисциплина и икономическа конкурентоспособност, този подход почти със сигурност ще наложи промяна в Договора.

**При този подход е необходимо да се определи периметърът на държавния дълг, емитируем чрез стабилизационни облигации.** В някои държави-членки облигации емитира не само централното правителство, а и регионалните или местните власти<sup>17</sup>. По принцип би могло да се приеме включването на поднационалните емисии. Явното предимство е увеличаване на потенциалната полза по отношение на пазарната стабилност, ликвидността и интеграцията. Това е в съответствие и с подхождането на ЕС към бюджетния надзор като обхващащ целия дълг и дефицит на държавното управление. От друга страна, обединяването единствено на емисиите на централното правителство би представлявало по-прозрачна и сигурна договореност. Данните за централното правителство са по-лесно достъпни, какъвто невинаги е случаят с

<sup>17</sup> Това важи особено за Германия и в по-малка степен за Испания и Франция.

местните власти. Освен това, емисиите ще обхващат само изцяло контролирания от централното правителство дефицит. От строго пазарна гледна точка стабилизационните облигации ще заместят единствено широко известните държавни облигации, което ще улесни оценяването и ценообразуването им<sup>18</sup>.

**Постепенното въвеждане при този подход може да бъде организирано по различен начин съобразно желания темп.** При ускорено въвеждане новите емисии ще бъдат изцяло под формата на стабилизационни облигации, а държавните облигации в обращение ще бъдат превърнати в стабилизационни облигации чрез определен механизъм на замяна. Основното предимство тук е почти незабавното създаване на ликвиден пазар с пълна базова крива на доходността. Обратното изкупуване на държавните облигации ще премахне и наболелите проблеми във връзка с финансирането, което понастоящем изпитват държавите-членки с голям дълг и високи лихвени ставки. Операцията обаче може да бъде сложна и ще изисква внимателно преценяване на конверсионния коефициент с оглед минимизиране на пазарните трусове. Друга възможност е по-постепенно въвеждане, т.е. пълно или дори частично емитиране от всяка държава-членка на нова значителна емисия стабилизационни облигации, като държавните облигации от еврозоната в обращение продължат да се търгуват на вторичния пазар. Така пазарът ще може постепенно да привикне към новия инструмент и да разработи инструментариум за анализ/ценообразуване, което ще намали риска от пазарни сътресения. При този вариант обаче изграждането на цялостен пазар на стабилизационни облигации ще отнеме няколко години (в зависимост от матуритета на облигациите в обращение), което ще отложи потенциалните ползи. Сегментът на останалите в обращение държавни облигации ще се свива, тъй като те ще бъдат заменени със стабилизационни облигации и новоемитирани национални облигации, което ще доведе до намаляване на общата ликвидност на този сегмент и съответно до евентуално постепенно повишаване на премията за ликвидност във връзка с тях.

Поради необходимостта от промяна в Договора, прилагането на този подход може да отнеме значително време.

## **2.2. Подход 2: Частично заместване на националните емисии с емисии на стабилизационни облигации с поемане на солидарна отговорност**

**При този подход емитирането на стабилизационни облигации ще бъде подплатено с поемане на солидарна отговорност, но ще замени едва част от националното емитиране.** По отношение на дела на емисиите, който не е под формата на стабилизационни облигации, ще се прилагат съответните национални гаранции. Този подход към общото емитиране стана известен като „синьо-червеният подход“<sup>19</sup>. Съобразно него пазарът на държавни ценни книжа в еврозоната ще се състои от две отделни части:

- *стабилизационни облигации* (или „сини облигации“): Емисиите на стабилизационни облигации ще бъдат подвластни на известни предварително поставени ограничения относно размера, поради което е възможно да не покрият напълно нуждите от рефинансиране на всички държави-членки. Тези облигации ще се ползват от

<sup>18</sup> Този тесен обхват на стабилизационните облигации означава поемането на задължение от държавите-членки да не емитират свои облигации на различните равнища на държавно управление, включително подфедерално, ако последното участва в системата на съвместно емитиране.

<sup>19</sup> Вж. Delpla, J. и von Weizsäcker, J., 2010. Те предложиха максимален размер на дълга 60 % от БВП, основавайки се на Маастрихтските критерии.

солидарно поета отговорност и ще предполагат единна ставка за рефинансиране за всички държави-членки<sup>20</sup>.

- *държавни облигации* („червени облигации“). Остатъкът от емисията, необходима за финансирането на държавните бюджети, ще се издава от държавите-членки и ще се ползва с национални гаранции, поради което, поне фактически, ще бъде с подчинен ранг спрямо стабилизационните облигации, тъй като по отношение на последните се поема солидарна отговорност<sup>21</sup>. Размерите на националните емисии ще зависят от приетия размер на общото емитиране на стабилизационни облигации и съответните съвкупни нужди от рефинансиране при отделните държави-членки. В зависимост от големината на тези остатъчни пазари на държавни облигации и емисии, както и от степента на кредитно качество на държавата, тези държавни облигации ще имат специфична за дадената държава ликвидност и кредитни характеристики, а оттам — и различаваща се доходност, тъй като най-голямата част от държавния риск ще бъде концентрирана в държавните облигации, увеличавайки кредитния риск<sup>22</sup>. Интензифицирането на пазарния натиск върху националните емисии ще породи пазарна дисциплина.

**Ключов при този подход е въпросът за специфичните критерии за определяне на съответните дялове на стабилизационните облигации и националните емисии. Основните варианти са:**

- *проста система, основана на определени правила*: например, всяка държава-членка може да има право на сума стабилизационни облигации, равна на определен процент от БВП (например, както е според Договора, 60 %). Съществен аспект, който трябва да се анализира, е количеството риск, което ще съдържа националната (с подчинен ранг) част, което ще зависи от размера на общите емисии: колкото по-голям е дялът на стабилизационните облигации, толкова повече риск е концентриран в остатъчните национални емисии. За да се избегне прекомерният кредитен риск при националните емисии, като същевременно се запази увеличената ликвидност в резултат на общото емитиране, може би е уместно таванът да бъде по-нисък.
- *по-гъвкава система, свързана със съблюдаването на определени изисквания за политика*: Максималната сума на емитираните стабилизационни облигации може да бъде определена както по-горе, като обаче таванът във всеки един момент е обвързан със съблюдаването от държавата-членка на заложените в рамката за управление на еврозоната правила и препоръки. Несъблюдаването може да бъде санкционирано чрез (автоматично) снижаване на съответния таван на емитирания чрез стабилизационни облигации дълг за дадената държава-членка (вж. раздел 3). Тази система ще служи и за квазиавтоматичен стабилизатор на кредитното качество на стабилизационните облигации, тъй като ще се намали съответният дял от държави-членки, които не удовлетворяват фискалните изисквания.

<sup>20</sup> Както при подход 1, емитирането на стабилизационните облигации може да се провежда децентрализирано, но вероятно би било по-ефективно управлявано от централна агенция за управление на дълга.

<sup>21</sup> Такъв подчинен статус на национален дълг могат да получат само емитираните държавни облигации след въвеждането на стабилизационните облигации. Държавните облигации вече в обращение към този момент ще трябва да имат същия статус като стабилизационните облигации, защото евентуална негова промяна технически би означавала неизпълнение.

<sup>22</sup> Delpla и von Weizsäcker твърдят, че поради високия риск от неизпълнение „червеният“ дълг следва да бъде държан до голяма степен извън банковата система чрез недопускането му като обезпечение при операциите на ЕЦБ по рефинансиране и подлагането му в банковата система на болезнени капиталови изисквания.



**Основно съображение е надеждността на тавана за емитиране на стабилизационни облигации.** След като веднъж се изчерпи квотата от „сини“ облигации, разходите за финансиране на дадена държава-членка биха могли да нараснат значително. Това би могло да доведе до политически натиск за повишаване на тавана. Без стабилни предпазни мерки за устояване на такъв натиск, очакванията за „нестабилен“ таван до голяма степен биха неутрализирали дисциплинационния ефект на „синьо-червения“ подход. Следователно, отделно от заложените критерии за определяне на таван за емитиране на стабилизационни облигации е крайно наложително да се осигури запазване на този таван, а не произволното му — например в резултат на политически натиск — натъкмяване.

**Този подход към емитирането на стабилизационни облигации не е толкова амбициозен като гореописания подход за изцяло емитиран в стабилизационни облигации дълг, поради което тук икономическите и финансови ползи са по-ограничени.** Поради първостепенния им характер спрямо националните облигации и вида на поетата спрямо тях отговорност, кредитният риск при стабилизационните облигации е съвсем нисък, откъдето и високият кредитен рейтинг (например AAA). Следователно, доходността на стабилизационните облигации ще бъде съпоставима с тази на съществуващите държавни облигации в еврозоната, което означава, че ще има аналогични ползи за финансовата стабилност на еврозоната, провеждането на парична политика и международната роля на еврото, въпреки по-ограничения им характер в сравнение с по-амбициозния подход за пълна замяна на държавните облигации със стабилизационни облигации. Етапът на натрупване на емитирания в стабилизационни облигации дълг в посока приближаване до приетия таван вероятно ще отнеме няколко години, поради което всички държави-членки биха могли да имат на първоначалния етап широк достъп до финансовите пазари чрез емисии на стабилизационни облигации. Така ще бъдат преодолените затрудненията, които някои държави-членки биха изпитали във връзка с ликвидността, но ще породят за този период същите рискове от недобросъвестно поведение, като обсъдените в раздел 2.1 при изцяло емитирания в стабилизационни облигации дълг. Предвид факта, че тези държави-членки ще трябва да възобновят националните си емисии след достигане на тавана за стабилизационните облигации, те ще трябва да предоставят гаранции, че ще използват това време, за да предприемат фискалната консолидация и структурните реформи, необходими за да се спечели доверието на инвеститорите и съхрани достъпът до пазара след първоначалния етап. Разбира се, доходността на новоемитираните национални облигации ще нарасне в резултат на подчинения им ранг. В крайна сметка, ако се приеме, че се достигне до разумно голям дял емитиран в стабилизационни облигации дълг, пазарът ще бъде ликвиден, но не толкова, колкото ако целият дълг се емитира в стабилизационни облигации, тъй като известен пазарен дял ще имат остатъчните национални облигации.

**От друга страна, при този подход предпоставките за емитиране на стабилизационни облигации ще бъдат по-малко обвързващи.** Определянето на таван за емитирания в стабилизационни облигации дълг ще ограничи риска от недобросъвестно поведение, тъй като чрез остатъчните национални емисии ще се поддържа известна пазарна дисциплина. Връзката обаче между риска от недобросъвестно поведение, пазарната дисциплина и риска от верижна реакция при определянето на подходящия таван за стабилизационните облигации не е еднозначна. Относително нисък таван (предполагащ по-голям дял на остатъчно емитиране на национални облигации) ще ограничи риска от недобросъвестно поведение, но би могъл да остави държавите-членки със значителен дълг уязвими към риска от катастрофично неизпълнение по националните емисии. Тазова неизпълнение би породило риск от

верижна реакция в цялата еврозона. От друга страна, относително висок таван (предполагащ малък дял на остатъчно емитиране на национални облигации) ще увеличи риска от недобросъвестно поведение, но въпреки това евентуалното неизпълнение от държава-членка няма да има толкова разрушителни последици и ще съдържа по-нисък риск от верижна реакция за еврозоната като цяло. Емитирането на стабилизационни облигации все така ще се нуждае от подкрепата на здрава рамка за поддържане на фискалната дисциплина и икономическата конкурентоспособност на национално равнище, въпреки че пазарната дисциплина в резултат на запазването на националните емисии предполага не така драматично прехвърляне на суверенитет в сравнение с подхода на изцяло емитиран в стабилизационни облигации дълг. Междувременно, изборът на таван също ще повлияе върху вероятното кредитно качество на стабилизационните облигации. Сравнително нисък таван ще го подкрепи, тъй като ще ограничи размера на дълга, за който е поета по-сигурната солидарна отговорност<sup>23</sup>. Последната почти със сигурност ще изисква промени в Договора.

**И тук въвеждането би могло да се организира различно в зависимост от желания темп.** При ускорено въвеждане известен дял държавни облигации от еврозоната, които вече са в обращение, ще бъдат заменени със стабилизационни облигации на предварително определена дата при използването на предварително определени фактори. Това бързо би създавало критична маса от стабилизационни облигации в обращение и достатъчно ликвиден пазар с пълна крива на доходността. Това обаче би означавало, че повечето държави-членки ще достигнат тавана в момента на замяната и ще продължат да предлагат национални облигации на капиталовите пазари. При настоящата пазарна конюнктура, за някои държави-членки това би могло да представлява проблем. При по-постепенно въвеждане, (почти) всички нови големи емисии за държавите-членки ще бъдат под формата на стабилизационни облигации, докато се достигне целевия таван за емитираня в тях дълг. Предвид факта, че в продължение на няколко години ще бъдат емитирани (почти) единствено стабилизационни облигации, този подход ще допринесе за успокояване на пазарния натиск и за предоставяне на уязвимите държави-членки време за проявяване на резултатите от предприетите реформи. Въпреки това съществуват специфични предизвикателства за преходния период, тъй като при много задлъжнелите държави обичайно са налице по-често и значителни възобновяеми кредитни линии. При отсъствието на други споразумения, заменянето на дълга им със стабилизационни облигации ще достигне тавана по-бързо от средния темп, а при държавите с дълг под тавана това ще се извърши по-бавно, в резултат на което индивидуалният риск, за който вероятно ще е била поета солидарна отговорност, ще бъде изкривен при преходния етап към горната страна, докато в долната страна ефектът по отношение на ликвидността, който би трябвало да компенсира държавите с рейтинг AAA, все още ще бъде ограничен. Тази особеност вероятно трябва да бъде отразена в правителствените споразумения. Една възможност е например предварително да се определят годишни тавани, които да се покачват от нула до желаната дългосрочна стойност.

Предвид нуждата от промени в Договора, прилагането на този подход може да отнеме, както и при подход 1, значително време, въпреки че по-малката степен на необходими

<sup>23</sup> Предложеният от Buegel таван в размер на 60 % от БВП въз основа на Маастрихтските критерии не е единственият: в други предложения той е още по-нисък. Твърди се, че достатъчно нисък таван потенциално гарантира нулев риск от неизпълнение по еврооблигациите. Обичайно допускане за ценообразуване на риска от неизпълнение е, че при неизпълнение възстановимата част от дълга е 40 %. Прилагайки това съображение към дълга, емитиран чрез държавни ценни книжа, таван под възстановимата стойност би означавал, че емитираният по общата схема дълг ще бъде обслужен при всякакви обстоятелства.

изменения на икономическото и фискалното управление в резултат на това, че донякъде се разчита на пазарите да сигнализират и дисциплинират, би могла да опрости и ускори процеса във времето.

### **Каре 3: Пакт за обратно изкупуване на дълга и безрискови облигации**

Като конкретен пример за подхода на частично емитиране, в годишния си доклад 2011—2011 г.<sup>24</sup> германският съвет на икономическите експерти представи предложение за безрискови облигации като част от стратегия за намаляване на дълга на еврозоната с оглед свеждането на държавния дълг отново под заложения в Договора от Маастрихт таван от 60 %.

Един от стълбовете на стратегията е т.нар. фонд за обратно изкупуване на дълга, който да събира държавния дълг, надвишаващ 60 % от БВП на отделните държави-членки от еврозоната. За дълга се поема солидарна отговорност, като всяка участваща държава се задължава самостоятелно да изкупи обратно прехвърления дълг в рамките на 20 до 25 години според определен консолидационен план. Солидарната отговорност по време на етапа на изкупуване означава възникване на безрискови облигации. На практика, фондът за обратно изкупуване емитира безрискови облигации, като постъпленията се използват от участващите държави, за да покрият предварително определените текущи нужди от финансиране с оглед обратното изкупуване на облигациите в обращение и ново заемане. Следователно, прехвърлянето на дълга ще се извършва постепенно в рамките на около пет години. Така държавите-членки с дълг над 60 % от БВП няма да трябва да търсят финансиране от пазара през етапа на прехвърляне, стига да спазват предварително определения план за намаляване на дълга. След този етап, дългът на еврозоната в обращение ще съдържа: i) национален дълг до 60 % от БВП на съответната държава-членка; и ii) прехвърлен дълг към фонда за обратно изкупуване в размер на останалата част от дълга в момента на прехвърлянето. Остават отворени въпроси като например за рисковия профил на фонда или за въздействието върху фактически първостепенния ранг от създаването на обезпечения за облигациите на фонда.

В предложението на съвета на икономическите експерти за пакт за обратно изкупуване се съчетават (временно) общо емитиране и стриктни правила за фискална консолидация. То не представлява предложение за стабилизационни облигации по смисъла на настоящата Зелена книга, тъй като общото емитиране ще бъде временно и ще бъде на разположение само на държавите-членки с отношение на държавния дълг към БВП над 60 %. Вместо това съветът предлага въвеждането на временен инструмент за финансиране, който да даде на всички държави-членки от еврозоната време и финансов периметър за свеждане на дълга си под 60 % от БВП. След постигането на тази цел фондът и безрисковите облигации се ликвидират автоматично. Следователно безрисковите облигации са кризисно средство, а не начин за постоянна интеграция на пазарите на държавни облигации в еврозоната. Даже и с временно действие, пактът за обратно изкупуване би могъл да спомогне за разрешаването на настоящия проблем с прекомерната задлъжнялост.

<sup>24</sup> Published on 9 Nov. 2011, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, paragraphs 9-13 and 184-197.

### **2.3. Подход 3: Частично заместване на националните емисии с емисии на стабилизационни облигации с поемане на индивидуална отговорност**

При този подход стабилизационните облигации ще заменят отново само частично националните емисии, като поетата по отношение на тях отговорност от държавите-членки от еврозоната ще бъде на пропорционална основа<sup>25</sup>. Разликата с подход 2 е в това, че държавите-членки поемат отговорност според съответния си дял в дадената емисия стабилизационни облигации, както и остават отговорни по отношение на националните си емисии. Въпросите обаче във връзка с дела на емисиите стабилизационни и национални облигации, включително избора на таван за емитирането на стабилизационни облигации, остават в общи линии същите.

Ползите от общото емитиране в резултат на този подход по отношение на стабилизационните облигации ще бъдат по-малко, но и изискваните предпоставки — също. Индивидуалната отговорност, за разлика от солидарната, ще снижи риска от недобросъвестно поведение. Държави-членки няма да могат да емитират, възползвайки се от евентуално по-високата степен на кредитно качество на другите държави-членки. Освен това, продължаването на емитиране на национални облигации ще подложи държавите-членки на щателен пазарен анализ и преценка, които в някои моменти могат да бъдат евентуален допълнителен възпиращ безотговорното фискално поведение фактор. Въпреки че ролята на този подход за засилване на пазарната ефективност и стабилност ще бъде по-ограничена, неговото прилагане ще бъде по-лесно и бързо. Индивидуалната отговорност ще доведе до това, че държавите-членки с висока премия за пазарен риск ще могат да се възползват значително по-малко от кредитоспособността на държавите-членки, чиито облигации са с ниска доходност, отколкото при подход 2 и особено подход 1. В този случай възможният принос на подход 3 за смекчаване на кризата при държавните ценни книжа в еврозоната и евентуалното ѝ въздействие върху финансовия сектор ще бъдат значително по-ограничени. Предвид обаче потенциално по-краткия период, необходим за прилагането му, той, за разлика от останалите два подхода, би могъл да спомогне за преодоляването ѝ.

**Ключовият въпрос при този подход е характерът на поетата по отношение на стабилизационните облигации отговорност.** При липсата на кредитно подобрене, кредитното качество на стабилизационните облигации, за които е поета индивидуална, а не солидарна отговорност, в най-добрия случай ще бъде средно(претеглена) стойност на степента на кредитно качество на държавите-членки от еврозоната. То би могло дори да бъде определено от държавата-членка с най-ниска степен на кредитно качество, освен ако при всички държави-членки рангът на стабилизационните облигации не е по надежден начин над този на националните (вж. по-долу). Това би намалило приемливостта на инструмента за инвеститорите, както и за държавите-членки с най-висок кредитен рейтинг, и би подкопало ползата от стабилизационните облигации, включително устойчивостта им по време на финансово напрежение.

**За да се увеличи приемливостта на стабилизационните облигации при този подход, следва да се повиши качеството на свързаното с тях обезпечение.** Държавите-членки следва да предоставят първостепенен ранг на обслужването на стабилизационните облигации, като освен това предоставят обезпечение под формата на парични средства и златни резерви, които при повечето държави-членки са в

<sup>25</sup> Такъв подход бе разгледан в доклада на групата „Джованини“ (2000 г.), макар че в него се предвиждаше децентрализирано емитиране, а в по-ново време бе предложен от De Grauwe и Moesen (2009 г.), Монти (2010 г.) и Юнкер и Тремonti (2010 г.).

огромно количество, като също така предназначат определени данъчни постъпления за обслужването. Осъществимостта на този подход се основава на първостепенния статус на общия емитент и разумната граница на общата емисия повече, отколкото при подход 2, където за общата част се поема солидарна отговорност. Това налага внимателно анализиране на въздействието на този вариант върху облигациите, които понастоящем са в обращение, при които е възможно да съществуват някои ограничителни клаузи във връзка с обезпеченията, и открояване на подходящите решения.

**Въпреки че при нормални условия общите разходи по дълга при дадена държава-членка би следвало да са постоянни или да намаляват, пределните разходи ще нараснат.** Това би трябвало да спомогне за ограничаване на недобросъвестното поведение и стимулиране на бюджетната дисциплина, дори при отсъствието на специфична форма на засилено управление или фискален надзор. По този начин стабилизационните облигации ще служат за свързка и ще укрепят ефективността на новоустановения пакет за управление, ако необходимото финансиране, което да бъде удовлетворено чрез общо емитиране, бъде определяно в тясна връзка със заложените в програмите за стабилност фискални цели. Те също така ще създадат силни стимули за бързо намаляване на общите равнища на дълга<sup>26</sup>. При този подход не се налага промяна в Договора в това отношение, въпреки че поддържането на кредитното качество на стабилизационните облигации най-вероятно ще наложи определянето във вторичното законодателство на първостепенен ранг за тях.

Вариантите за третиране на вече емитираните държавни облигации, както и съответните предимства и недостатъци при всеки от тях, са сходни с описаните в подход 2.

Този вариант може да се приложи сравнително бързо, без да се налагат изменения в Договора за ЕС. Вторичното законодателство може да послужи за засилване на принципа на предоставяне на първостепенен ранг. Освен това, замяната на националните облигации със стабилизационните ще бъде само частично.

### *2.3.1. Съчетаване на подходите*

**Обхватът, амбицията и необходимото за прилагането време са различни при трите подхода, което означава, че подходите могат да се комбинират.** Подход 1 може да се приеме за най-амбициозният, водещ до най-добри резултати по отношение на пазарната интеграция и засилването на стабилността, но с вероятно продължително време за прилагане. Обратно — подход 3 с различен обхват и вид на отговорността и изглежда кандидат за бързо въвеждане. Налице е, следователно, известно несъгласуване между амбицията, свързана с характеристиките и обхвата на стабилизационните облигации, и вероятното време, необходимо за въвеждането. За преодоляването му различните варианти биха могли да бъдат комбинирани като последователни етапи в процес на постепенно прилагане: сравнително бързо въвеждане по частичния подход и солидарна отговорност, придружени от план-график за допълнително разработване на инструмента и съответното засилено управление. Такъв първоначален политически

<sup>26</sup>

По същия начин, но с имплицитната необходимост от промяна в Договора, Бини Смаги предложи еврооблигации с поемане на отговорност пропорционално на дела на емисионно участие, но с прехвърляне на правото за емитиране на дълг от държавите-членки към наднационална агенция. Дългът се емитира на прието от Съвета равнище в контекста на годишното одобряване на програмите за стабилност, което означава невъзможност за емитиране на дълг за финансирането на разходите извън определения за годината размер на дълга. По този начин се създава „спирачка на дълга“: съответната държава-членка ще трябва да вземе решение на ранен етап за случаите, когато публичният ѝ дълг се доближи твърде много до одобрения таван.

план-график би могъл да допринесе за приемането от пазара на стабилизационните облигации от самото начало.

### 2.3.2. Отражение върху държавите-членки извън еврозоната и третите държави

**Участието в схемата на стабилизационни облигации по принцип обхваща държавите-членки от еврозоната<sup>27</sup>.** Това се дължи на естествения стремеж на държавите-членки да емитират дълг и поддържат пазарите в собствената си парична единица, както и на факта, че електронните облигации могат да бъдат част от засилена икономическа и политическа интегрираност. Независимо от това, въвеждането на стабилизационните облигации и придружаващото го засилено икономическо управление ще се отразят на тези държави-членки. Увеличената финансова стабилност в резултат на стабилизационните облигации ще се прехвърли пряко и по съществен начин върху техните финансови пазари и институции. Същото се отнася и за третите държави, които поддържат икономически и финансови взаимоотношения с еврозоната. Освен това, създаването чрез стабилизационните облигации на голям и стабилен пазар на нискорискови активи може да засили конкуренцията между различните финансови пазари за привличане на инвеститорския интерес.

**Таблица 1: Обобщен преглед на трите основни варианта**

	(Вариант 1)	(Вариант 2)	(Вариант 3)
<b>Основни характеристики</b>			
– Заменяне на националните емисии със стабилизационни облигации	Пълно	Частично	Частично
– Вид отговорност	Солидарна	Солидарна	Индивидуална с подобрения
<b>Основен ефект</b>			
– върху средните разходи за финансиране	1/ Среден положителен ефект поради значителна ликвидност, неутрализиран от висок риск от недобросъвестно поведение	1/ Среден положителен ефект поради средна ликвидност и ограничен риск от недобросъвестно поведение	1/ Среден положителен ефект, ограничен ефект върху ликвидността и по-стабилни политики, насърчени от подобрена пазарна дисциплина
1/ за стабилизационните облигации като цяло	2/ Значително прехвърляне на ползите от държавите с по-висок рейтинг към тези с по-нисък	2/ По-малко прехвърляне на ползите от държавите с по-висок рейтинг към тези с по-нисък	2/ Няма ефект по държави. По-силен пазарен натиск върху държавите с огромен дълг и ниска кредитоспособност

<sup>27</sup> Дори ако участието на държави-членки извън еврозоната изглежда допустимо, особено при подход 3.

		огромен дълг и ниска кредитоспособност	
– върху възможно недобросъвестно поведение (без засилено управление)	Високо	Medium, but strong market incentives for fiscal discipline	Low, strong market incentives for fiscal discipline
– върху финансовата интеграция в Европа	Високо	Средно	Средно
– върху глобалната привлекателност на финансовите пазари на ЕС	Високо	Средно	Средно
– върху стабилността на финансовите пазари	Високо	Високо, но са налице предизвикателства при прекомерно големи национални емисии	Ниско, но може да помогне за справяне с настоящата криза поради бързото си въвеждане
<b>Правни съображения</b>	Вероятна промяна Договора	на Вероятна промяна на Договора	Не е необходима промяна на Договора. Вторичното законодателство може да бъде полезно
<b>Необходим минимален срок за въвеждане</b>	Дълъг	Среден до дълъг	Кратък

### **3. ФИСКАЛНА РАМКА ЗА СТАБИЛИЗАЦИОННИТЕ ОБЛИГАЦИИ**

#### **3.1. История на досието**

**Рамката за фискален надзор вече беше усъвършенствана посредством неотдавнашната реформа на ПСР, включително с въвеждането на нови механизми за правоприлагане.** Освен това в скоро време тя ще бъде допълнително подсилена, особено що се отнася до държавите-членки на ЕС в ППД и/или кандидати или получатели на финансова помощ в съответствие с неотдавнашните заключения, направени от държавните и правителствените ръководители от еврозоната и предложението на Комисията за два нови регламента във връзка с член 136:

- предложението за регламент относно общите разпоредби за мониторинг и оценка на проектобюджети и за осигуряване на преодоляване на прекомерния дефицит на държавите-членки от еврозоната преследва тройната цел за: а) завършване на Европейския семестър с общ бюджетен график, който има за цел да синхронизира ключови етапи от подготовката на националните бюджети; б) допълване на многостранната система за надзор на бюджетните политики (предпазния лост на ПСР) с допълнителни изисквания за мониторинг, за да се подсигури, че препоръките за бюджетна политика са включени подходящо в подготовката на националните бюджети и в) допълване на процедурата за преодоляване на прекомерен дефицит на държава-членка (корективния лост на ПСР) чрез по-подробен мониторинг на бюджетните политики на държавите-членки в процедура за прекомерен дефицит с цел да се подсигури навременна и трайна корекция на бюджетните дефицити;
- предложението за регламент за засилен надзор подсигурява, че дадена държава-членка на еврозоната следва да бъде обект на засилен надзор, когато е изправена или има риск да бъде изправена пред сериозни финансови смущения с оглед осигуряването на бързо връщане към нормалното състояние и защитата на други държави-членки на еврозоната от разпространение на неблагоприятните последици.

Двата нови регламента, заедно с дълбоките промени, произтичащи от реформата на ПСР, представляват сериозна основа за засилена координация на бюджетните политики на държавите-членки на еврозоната.

**При все това, стабилизационните облигации създават риск от недобросъвестно поведение и е необходимо по-нататъшно укрепване на рамката в зависимост от избрания вариант.** Може да бъдат открити три измерения на такова укрепване на рамката:

- засиленият надзор и настоятелност при разработването и прилагането на националните фискални политики ще бъдат гарантирани и отвъд неотдавнашните предложения. Освен това ще бъде напълно осигурено обслужването на стабилизационни облигации.
- Същевременно, самото съществуване на стабилизационните облигации може основно да промени бюджетните процедури, особено посредством механизмите за разпределение, и да предложи инструмент за ефективно прилагане на основаваща се на правила рамка за фискалните политики.
- за влизането в системата на стабилизационните облигации може да бъдат въведени фискални условия, които да засилят доверието в текущите планове за корекции и да ускорят реформите.



### **3.2. Засилен надзор и настоятелност при провеждането на националните фискални политики**

Неотдавнашните и предстоящите реформи за надзор създават сериозна база за ограничаване на тези рискове, но е необходимо много повече в тази връзка. Подобно укрепване на рамката може да се прилага към надзора на ЕС и към националните бюджетни рамки.

**В съответствие с обсъжданите в момента промени това ще доведе до цялостен преглед на проектобюджетите не само за държавите, изпитващи фискални затруднения, но и за всички участващи държави-членки.** Одобрението от страна на ЕС на бюджетите може да бъде необходимо за участващите държави-членки при определени условия, като например висока задължнялост или високи равнища на дефицита. Освен това ще се изиска много по-сериозна рамка за мониторинг на бюджетното изпълнение. Това може да включва редовно докладване на общи бюджетни заседания, разработването на механизми за предупреждение, основащите се на фискални параметри, реална възможност за коригиране на нарушенията в процеса на изпълнение — например чрез изрично планиране *ex ante* на бюджетните резерви и въвеждане на условия за влизане в сила на скъпоструващи нови мерки в процеса на изпълнение при спазване на ограниченията.

**Националните фискални рамки ще бъдат укрепени в сравнително кратки срокове посредством прилагането на директивата за фискалните рамки (което може да бъде ускорено).** Освен това текат дискусии за по-нататъшни мерки чрез въвеждане, наред с другото, на правила за отразяване на рамката на ПСР в националното законодателство, за предпочитане на конституционално равнище, съпроводено с подходящи механизми за правоприлагане. Други възможности за укрепване на националните рамки включват приемането на задължителни средносрочни рамки, независими органи, оценяващи допусканията, при които се изработват националните бюджети, и ефективни механизми за координация между различните равнища на държавната администрация. Що се отнася до последния пункт, обединяването на дългове на европейско равнище може да даде допълнителни основания за сближаване на управлението на дълговете на подсектори на държавната администрация.

**Националните рамки също така играят важна роля в подкрепата на надзора на равнище ЕС.** Например, общите срокове за подготовка на бюджетите биха улеснили надзора на равнище ЕС (и може всъщност да се окажат необходими за разпределянето на стабилизационните облигации). Също така подходящият мониторинг на бюджетното изпълнение на равнище ЕС зависи от сериозните национални ангажименти за тази цел, което може да изиска приемането на общи стандарти за контрол и оповестяване на информация.

**Необходимо е да се въведе система, която достатъчно надеждно да осигури пълно дългово обслужване на всяка държава-членка, която се възползва от емитирането на стабилизационни облигации.** Това означава, че обслужването на стабилизационните облигации или по-точно плащането на лихви за общо емитиране не следва при никакви обстоятелства да бъде поставяно под въпрос. Вариант в тази насока би било предоставянето на широки правомощия за намеса на равнище ЕС в случаи на сериозни финансови сътресения, включително възможността държавата-членка, която не се справя със ситуацията, да бъде поставяна под някаква форма на „администриране“. Друг вариант, както вече споменато в предишния раздел, който е с по-малка намеса в националния суверенитет, би било въвеждането на клауза за участващите държави за първостепенност на обслужването на дълга по

стабилизационните облигации пред всякакви други разходи в националните бюджети. Подобни правила се нуждаят от строга правна основа, желателно на конституционално равнище. В допълнение и съгласно с това задълженията към системата за стабилизационни облигации биха били първостепенни спрямо (оставащите) нови национални емисии, ако има такива.

### **3.3. Стабилизационните облигации като съставна част на една усъвършенствана рамка**

**Въпреки че стабилизационните облигации създават рискове от недобросъвестно поведение, те също така могат да променят коренно условията, в които се разработват и прилагат бюджетните политики.** Това се дължи най-вече на превръщането на европейските насоки за националните бюджетни политики в реални цифри чрез самия процес на утвърждаване на разпределението на заемите между участващите държави-членки. Наистина, функционирането на стабилизационните облигации при всички разглеждани варианти изисква определяне на *ex ante* тавани за националните заеми, които след това ще определят рамката на националните бюджети или поне ще окажат влияние върху тях, особено в случаите на по-радикалните подходи (т.е. подход 1 по-горе), като стабилизационните облигации се очаква да покрият всички или голяма част от новите финансови нужди на участващите държави. В тази връзка стабилизационните облигации могат да бъдат разглеждани не само като потенциален източник на риск от недобросъвестно поведение, но и като двигател на по-добрата координация на бюджетните политики чрез ефективно прилагане на рамка, основаваща се правилата.

**Ако стабилизационните облигации осигуряват изцяло или голяма част от правителствените средства (т.е. подход 1), следва да бъдат въведени ясни принципи за рамката за разпределение по схемата за стабилизационни облигации:**

- (1) *Максималните квоти ще се основават на достатъчно строги фискални правила*, като рамката по ПСР предлага естествена основа за това. Правилата следователно биха осигурили сериозни стимули за отговорно фискално поведение.
- (2) Тези насоки следва да обхващат и степента на гъвкавост за справяне с неочаквани развития и за да се минимизира рискът от проциклични политики. Основен въпрос ще бъде дали ще бъде осигурена фискална гъвкавост с оглед на шоковете, както специфични за държавите, така и на равнище еврозона, чрез допълнително емитиране на стабилизационни облигации или ще трябва да се разчита на емитиране на национално равнище (ако тази възможност се запази). Колкото по-голяма гъвкавост се позволява в рамките на системата, толкова по-голяма е необходимостта от ограничителни механизми (като например контролни сметки), за да се осигури, че се запазва гъвкавост в договорените граници и се избягва „пълзящо натрупване на дългове“.
- (3) *Желателно е също така правилата да включват някаква форма на „степенуван договор“ на неблагоприятни фискални промени.* Тази степенуваност може да бъде под формата на засилен надзор, намеса в националните фискални политики, както е изложено по-горе.

**Освен това финансовите стимули за благоразумни фискални политики могат да бъдат вградени в системата.** Въпреки че доходите от стабилизационни облигации ще са обусловени от пазарите, разходите за финансиране могат да бъдат различни в отделните държави-членки в зависимост от техните фискални позиции или фискални

политики или пазарното доверие към тях, както това е отразено от премията за риск на националните емисии спрямо обикновените емисии. Това ще бъде стимул за благоразумна фискална политика в рамките на системата и ще остави впечатление за налагане на пазарна дисциплина по-гладко и по-последователно в сравнение с пазарите. Подобен стимул, който е по варианта „няколко гаранта“, би могъл допълнително да бъдат подсилен с „наказателни“ ставки в случай на отклонение от набеязаните планове.

#### **3.4. Фискални условия за влизане в системата**

**С цел налагане на образа на стабилизационните облигации като „облигации за стабилност“ може да бъдат определени макроикономически и фискални условия за влизането и оставането на държавите-членки в системата.** Така например на държавите-членки може да бъде отказан достъп до стабилизационни облигации, ако те не са спазили ангажиментите си по ПСР или по засилена фискална рамка. Същевременно, на държавите-членки, които се отклоняват от своите фискални цели, може да се наложи да осигурят (допълнителна) гаранция за емитиране на нови стабилизационни облигации или да бъдат повишени лихвените ставки за тях. Достъпът също може да бъде ограничен в съответствие със степента на неспазване, т.е. със степента на отклонението от бюджета на сектор „Държавно управление“ — с всяко отклонение, равняващо се на процентен пункт от БВП, може да се намалява правото на емитиране на стабилизационни облигации със съответен брой процентни пунктове от БВП.

В резултат на прилагането на този подход могат да се очаква реализирането на следните ползи:

- първо, в зависимост от желанието им да бъдат включени в системата за стабилизационни облигации държавите-членки ще имат допълнителни мотиви за пълна консолидация и за продължаване на реформите, които вече са започнали, по начин, подобен на усилията, полагани за конвергенция с оглед приемане на еврото.
- второ, финансовите пазари и обществото като цяло биха имали по-голямо доверие в планове за консолидация, ако са налице възможностите за стабилизационни облигации. Перспективата за присъединяване към системата на стабилизационните облигации в сравнително кратки срокове би могла да повиши доверието. Възвръщането на доверието може на практика да улесни фискалните корекции в някои държави.
- накрая, строгите финансови условия за влизане и продължаващо участие биха допринесли за намаляване на дела на дълга и на нуждите от заеми преди съответната държава да стане участник в системата на стабилизационните облигации. По този начин може да бъде намалена премията за риск и доходността на стабилизационните облигации.

Подобен подход означава, че държавите-членки ще се нуждаят от поддържане на остатъчните финансови възможности в случай, че не отговарят на тези условия. Това означава, че не е задължително стабилизационните облигации да заменят емитирането на всички облигации от държавите-членки на еврозоната. Необходимо е определянето на институция или орган, който да отговаря за надзора на спазването на тези критерии за присъединяване към системата (например, но не непременно, служба за управление на дълговете).

## 4. ПРОБЛЕМИ ПРИ ПРИЛАГАНЕТО

### 4.1.1. Организационно създаване

**Необходимо е да бъдат решени няколко технически въпроса що се отнася до организирането на емисиите за стабилизационни облигации.** На първо място, трябва да се определи институционалната структура на операциите по финансиране, т.е. дали ще бъде създадена централизирана служба за управление на дълговете (СУД) или основните функции ще бъдат извършвани децентрализирано от националните министерства на финансите и служби за управление на дългове. Що се отнася до децентрализирания подход, емитирането трябва да става посредством еднообразни условия и процедури и ще изисква висока степен на координиране. При централизирания подход се избягва координацията на емитирането на облигации, но остава необходимостта от предоставянето на подробна и надеждна информация от страна на държавите-членки относно нуждите от финансиране, така че емисиите да могат да бъдат планирани. Що се отнася до създаването на централен агент за емисиите, разглеждат се няколко възможности, сред които: а) Европейската комисия може да играе ролята на СУД, която да позволи бързото въвеждане на стабилизационните облигации и да даде възможност инструментът да бъде използван за управление на текущата криза; или б) ЕИФС/ЕМС могат да бъдат трансформирани в действаща СУД; или в) може да бъде създадена нова СУД на равнище ЕС<sup>28</sup>, която ще се нуждае от известно време, за да започне да работи на пълни обороти. Точните административни разходи за въвеждането на стабилизационните облигации не могат да бъдат изчислени без предварителното определяне на други подробности. Техният мащаб също ще окаже влияние върху бюджетите на държавите-членки.

**Важен технически въпрос ще бъде как централизирана СУД ще предоставя средствата, събрани за държавите-членки.** Принципно има две възможности, които също така могат да бъдат комбинирани: а) заемане на средства под формата на преки заеми, при което държавите-членки ще получат финансиране под формата споразумение за заем; и б) прякото изкупуване на всички, или на договорена сума държавни облигации от държавите-членки от страна на СУД на първичния пазар. Вторият вариант би позволил на СУД също така да купуват просрочени държавни заеми на вторичния пазар, ако това е необходимо.

**Необходимо е да се организира и изплащането на облигациите.** Най-директният начин е трансфери от страна на националните органи към емитиращия орган, който ще организира плащанията към притежателите на облигации. За да може пазарните участници да бъдат уверени, че обслужването на дълга винаги ще бъде гарантирано и няма да има закъснения в плащанията, СУД ще трябва да разчита на стабилен и предсказуем поток от приходи. Държавите-членки ще могат да гарантират задълженията на този орган, но трябва да се провери дали това ще бъде достатъчно или дали могат да бъдат изискани допълнително обезпечение, резерв от налични средства и др. Действащите национални служби за управление на дълговете са част от националните фискални институции, които са подкрепяни от правителствените органи за събиране на данъци. В случая на служба за управление на дълговете на наднационално равнище няма да има такава пряка връзка с данъчните приходи, което може да намали приемането от страна на пазара на емитираните инструменти.

<sup>28</sup>

Като начало ролята на СУД може да играе агенция на Комисията с персонал на Комисията и временен персонал на националните СУД, която впоследствие да бъде трансформирана в постоянна, ако е необходимо.

**Дори и при наличието на стабилизационни облигации ще бъде необходимо управление на ликвидността от страна на държавите-членки.** На практика може да се окаже почти невъзможно да се разработят такива емисии на облигации, които да осигурят пълно съответствие с платежните потоци на държавите-членки. Ето защо ще бъде необходимо емисиите на стабилизационни облигации да бъдат допълнени от текущо управление на ликвидността, което може да бъде оставено на националните органи. Една от възможностите е емитирането на стабилизационни облигации да се съсредоточи върху средносрочните нужди от финансиране, като националните органи управляват плащанията си чрез краткосрочни депозити и заеми или ценни книжа. Независимо от организационната структура е необходимо разработването на процедури за координация на плановете за финансиране на отделните държави-членки с оглед разработването на референтни показатели и очертаване на цялата крива на референтните показатели.

#### *4.1.2. Отношения с ЕМС*

**Създаването на орган за съвместно емитиране на стабилизационни облигации за държави-членки на еврозоната може да изисква уточняване на разделението на задачите с Европейския механизъм за стабилност.** Принципно могат да бъдат възприети два основни възгледа: Участието на ЕМС може да бъде смятано за прекомерна мярка, тъй като съвместното емитиране, в комбинация със засилени правила за надзор може да организира обичайното финансиране на правителствата на държавите-членки, както и допълнително финансира в случай на сериозни проблеми на държавата-членка. Но смесването на управлението на дълговете и спешното финансиране може да не се окаже оптимален вариант и да доведе до объркване на ролите, отслабване на стимулите и управлението и до прекалено сложна единна институция за финансиране. Ето защо ЕМС може да остане отделен митните на дълг с цел организиране и удовлетворяване на извънредни нужди от финансиране.

**Изборът на взаимодействие с ЕМС също така ще зависи от съответния вариант за стабилизационни облигации.** Участието на ЕМС може да бъде възприето като излишно в случая на подход 1 за стабилизационните облигации. Съгласно този подход, който предвижда почти пълно покриване на нуждите на държавите-членки, може също така да бъде осигурено извънредно допълнително финансиране. Положението изглежда много по-неясно при подходи 2 и 3, при които държавите-членки биха продължили да емитират национални облигации успоредно на съвместното емитиране на стабилизационни облигации. Би могло да бъде разгледана възможността за използване на рамката за ЕМС за първите стъпки към стабилизационните облигации. Тъй като ЕМС ще се основава на няколко обезпечения от страна на държавите-членки, постепенното въвеждане на стабилизационни облигации за няколко отделни (но не съвместни) обезпечения, т.е. въз основа на подход 3, може да бъде обхванато от финансиране и емитиране по ЕМС, което ще надхвърли ролята, която той изпълнява понастоящем за осигуряване на извънредна финансова помощ. Принципно, съвместното обезпечаване и отделните обезпечения могат да бъдат приложени спрямо ЕМС на по-късен етап.

#### *4.1.3. Правен режим на емисиите*

**Необходимо е да се обърне внимание на съответния правен режим, при който ще бъдат емитирани облигации.** Понастоящем държавните облигации се емитират съгласно съответното национално законодателство. Често при международни емисии на облигации се използва английското законодателство или, ако емисиите са насочени към пазара на САЩ, често се използва законодателството на Ню Йорк. Не съществува

аналогично законодателство на равнище ЕС, по което могат да бъдат емитирани стабилизационни облигации. Въпреки че е честа практика да се разчита на чуждестранно законодателство за международни емисии на облигации, може да възникне проблем, ако всички държавни дългове са по законодателството на Обединеното кралство или на САЩ, тъй като англосаксонската система, основаваща се на прецедента, е твърде различна от правните системи на много държави-членки. Необходимо е да бъде постигнато съгласие и за компетентен съд.

#### *4.1.4. Документация и пазарни споразумения*

**Необходимо е решение относно вариантите на финансиране, характеристиките на ценните книжа и пазарните споразумения.** За утвърдените емитенти предпочитан вариант за емитиране са търговете. Предимство на обединяването е че финансовият сектор участва в маркетинга на инструмента и ценообразуването е по-предвидимо. Освен това обикновено по-големите суми могат да бъдат пласирани посредством обединяване, тъй като то достига и до инвеститорите на дребно. Също така е необходимо да се определят различните характеристики на ценните книжа и пазарните споразумения. Най-важните сред тях са разгледани в приложение 4.

#### *4.1.5. Отчетност*

**Допълнителен въпрос, който има нужда от изясняване, е третирането на стабилизационните облигации от националните счетоводни правила.** По-специално необходимо е да се проучи въпросът как националните съотношения на дълга към БВП ще бъдат повлияни от стабилизационните облигации съгласно различните гаранционни структури. Важен въпрос е характерът на нови емисионни субекти.

## **5. ЗАКЛЮЧЕНИЯ И ПЕРСПЕКТИВИ**

**Общото емитиране на стабилизационни облигации от държавите-членки на еврозоната има значителен потенциал.** Сред ползите от него могат да бъдат открити задълбочаване на вътрешния пазар и повишаване на ефективността на капиталовите пазари, повишаване на стабилността и устойчивостта на шокове на финансовия сектор и на държавното финансиране, повишаване на привлекателността на финансовите пазари от еврозоната и еврото на световно равнище и намаляване на влиянието на прекомерния пазарен песимизъм по отношение на разходите за държавни облигации.

**В същото време обаче въвеждането на стабилизационни облигации също така е свързано със сериозни предизвикателства.** Те трябва да бъдат категорично превъзможани, за да може ползите да бъдат реализирани в пълна степен и да бъдат избегнати потенциални неблагоприятни последици. По-специално, ще бъде необходима достатъчно сериозна рамка за бюджетна дисциплина и икономическа конкурентоспособност на национално равнище и по-настойчив контрол на националните бюджетни политики от страна на ЕС, особено за вариантите със съвместни или няколко гаранции, за да се ограничи рискът от недобросъвестно поведение сред държавите-членки на еврозоната, да се подкрепи кредитното качество на стабилизационните облигации и да се осигури правна сигурност.

**Многото възможности за съвместно емитиране на стабилизационни облигации могат да бъдат обобщени чрез три най-обща подхода.** Тези подходи включват пълната замяна на емитиране на стабилизационни облигации за национални емисии със съвместни или с няколко гаранции, частична замяна на емитиране на стабилизационни облигации за национално емитиране със сходни гаранции и частична замяна на

емитирането на стабилизационни облигации с национално емитиране с няколко гаранта. Тези варианти представляват различни комбинации от очаквани ползи и предпоставки за тяхното реализиране.

**По-специално, поради различни степени на изисквани промени на Договора за ЕС различните варианти ще изискват различно време за прилагане.** Най-радикалният подход 1 изглежда изисква най-сериозни промени на Договора и административна подготовка както поради въвеждането на общи облигации като такива, така и поради успоредното засилване на икономическото управление. Подход 2 също изисква време за прилагане. За разлика от него подход 3 изглежда изпълним без сериозни промени на Договора и следователно е с най-малко отлагане във времето на прилагането.

**Предложенията и изводите в този доклад са все още на проучвателно равнище и списъкът с разгледаните въпроси не е непременно изчерпателен.** Освен това много потенциални ползи и предизвикателства са представени само в качествено отношение. Подробно количествено изразяване на различните аспекти е трудно само по себе си и/или ще изисква повече анализ и изходни данни от различни страни. Също така на много равнища проблемите са установени, но не и техните решения.

**За да напредне работата по този въпрос, са необходими още анализи и консултации.** Няколко от основните понятия, възможни цели и ползи, изисквания и предизвикателства пред изпълнението заслужават по-подробно разглеждане и анализ. В тази връзка от основно значение са вижданията на ключови заинтересовани лица. Следва да бъдат взети под внимание в достатъчна степен възгледите на държавите-членки, участниците на финансовия пазар, професионалните асоциации на финансовия пазар, академичните среди в рамките на ЕС и извън него, както и на широката публика. Резултатите от консултациите следва да бъдат отразени в по-нататъшното развитие на потенциалното въвеждане на стабилизационни облигации.

**Ето защо Комисията реши да започне широки консултации<sup>29</sup> по тази Зелена книга, които ще завършат на [8 януари 2012 г.<sup>30</sup>].** Комисията ще търси становищата на всички заинтересовани лица, както е посочено по-горе, и ще поиска съвета на други институции. Въз основа на тези мнения Комисията ще изрази вижданията си по подходящ начин до [средата на февруари 2012 г.].

---

<sup>29</sup> Мненията могат да бъдат представяни по обичайния начин, включително и чрез специална електронна поща: [ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu](mailto:ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu); (уебсайт: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/consultation/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm)).

<sup>30</sup> С цел осигуряване на навременен отговор отклонението от нормалния период на консултации от осем седмици изглежда оправдано поради факта, че разбирането за стабилизационни облигации/еврооблигации вече е било широко обсъждано доста време.

**Приложение 1: Основни данни за пазарите на държавни облигации**

Държава-членка	Дълг на сектор „Държавно управление“			Дълг на централното правителство % от БВП, края на 2010 г.	Доходност на държавните облигации годишен %, 10-годишни, 8.11.2011 г.	Средове по суапове за кредитно неизпълнение базисни пунктове годишно; 5-годишни договори, 8.11.2011 г.	Кредитен рейтинг Standard & Poor's, 8.11.2011 г.
	млрд. EUR, края на 2010 г.	% от БВП, края на 2010 г.	% от еврозона та, края на 2010 г.				
Белгия	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Германия	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Естония	1,0	6,7	0,0	3,3	-	-	AA-
Гърция	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	-	CC
Испания	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Франция	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Ирландия	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Италия	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Кипър	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	-	BBB-
Люксембург	7,7	19,1	0,1	17,4	-	-	AAA
Малта	4,3	69	0,1	68,9	-	-	A
Нидерландия	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Австрия	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Португалия	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Словения	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Словакия	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Финландия	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Еврозона	7822,4	85,4	100	71,6	-	-	n.a.
за срвн.: САЩ	10258	94,4			2,08	47,5	AA+

Източник: Евростат, МВФ, S&P, Bloomberg



## **Приложение 2: Кратък преглед на литературата в областта на стабилизационните облигации**

Множество публикации по въпроса за еврооблигациите (стабилизационните облигации) са издадени от учените от университетските среди, финансовите анализатори и вземащите решения за политика. В настоящото приложение се прави кратък преглед на тези публикации до момента. Те са групирани съобразно основните характеристики на предложенията.

- *Кредитно качество и обезпеченост*: Повечето автори подчертават необходимостта еврооблигациите да притежават статус на безрискови ценни книжа, което да бъде отразено от рейтинга им. Най-високата степен на кредитно качество се осигурява предимно чрез определено обезпечение и/или първостепенен ранг. В литературата са описани два основни вида обезпечение за еврооблигациите: i) поета солидарна отговорност (Jones, Delpla и von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero и Missale, J.P. Morgan), при която всяка държава всяка година гарантира всички емитирани еврооблигации и ii) пропорционална отговорност (Juncker и Tremonti, De Grauwe и Moesen, BBVA), при която всяка държава гарантира само определен дял от емисията. Favero и Missale подчертават, че еврооблигации с поета за тях солидарна отговорност могат да намалят изложеността към риска от препредаване на кризата и верижна реакция. От друга страна, авторите, които подкрепят пропорционалната отговорност, твърдят, че при нея се намалява рискът от недобросъвестно поведение. Caraldi съчетава пропорционалната отговорност с кредитни подобрения (парични резерви, гарантиране на по-голям размер от целевия за дадена емисия, капитал и др.), така че да се осигури най-високият кредитен рейтинг. Delpla и Weizsäcker, Barclays Capital, Dübel предлагат качеството на еврооблигациите да бъде осигурено чрез предоставянето им на първостепенен ранг спрямо държавните облигации с твърдението, че дори при крайния случай на неизпълнение по държавните ценни книжа възстановимата стойност ще бъде достатъчна, за да бъдат обслужени изцяло първостепенните облигации. Dübel представя малко по-различен подход на частично емитиране на държавни ценни книжа (с първостепенен ранг) от ЕМС.
- *Риск от недобросъвестно поведение*: Рискът от недобросъвестно поведение поради по-слабите стимули за фискална дисциплина е главният аргумент срещу стабилизационните облигации и най-широко дискутираният въпрос във всички предложения (особено от Issing). Някои автори предлагат ограничения върху обема на еврооблигациите, емитирани от името на държавите-членки, които често следват определения в Пакта за стабилност и растеж таван на дълга от 60 %. Всякакви допълнителни нужди от заеман капитал следва да се финансират от национални облигации. Тази идея е разгледана в идеята за „сините“ облигации от Delpla и von Weizsäcker, които предлагат разделяне на емисиите между „сини“ облигации, т.е. изключително ликвидни и сигурни (с поета солидарна отговорност от страните участнички) облигации с първостепенен ранг, и „червени“ облигации — изцяло национални с подчинен ранг. Ценообразуването на „червените“ облигации ще създаде стимули за правителствата да запазят бюджета под контрол. Аналогично, Jones и Barclays Capital предлагат тавани на дълга и дефицита, които да дадат възможност за постепенно намаляване на отношението на дълга към БВП. В допълнение към ограничаване емитирането на еврооблигации, Favero и Missale предлагат противопоставяне на риска от недобросъвестно поведение чрез компенсационен режим, основан на индексиранието на плащаните от дадена държава-членка лихви (като функция на премията ѝ за кредитен риск или фискални

параметри). Boonstra, De Grauwe и Moesen, BBVA и Natixis предлагат система от различни бонуси/санкции в зависимост например от капацитета на отделните държави-членки да намалят бюджетния дефицит и дълг.

- Всички автори се съгласяват, че подобряването на фискалната дисциплина трябва да бъде крайъгълният камък на проекта за еврооблигации, независимо от обхвата или обезпечеността. Освен емитирането на „червени“ (национални) облигации, Favero и Missale предлагат ограничаване на участието до държавите-членки с най-висок кредитен рейтинг или емитирането само на краткосрочни нискорискови инструменти, каквито са например съкровищните бонове. Barclays, BBVA, Delpla и von Weizsäcker, Eijffinger, Becker и Issing предвиждат създаването на независими органи за фискален одит и специални служби на равнище еврозона, които да координират фискалните и икономическите политики. При сложната система на Delpla и на Weizsäcker независим стабилизационен съвет предлага годишното разпределение. Това разпределение впоследствие се одобрява от националните парламенти на участващите държави-членки, като от крайния бюджетен орган се изисква емитирането на съвместните обезпечения за („сините“) еврооблигации. Всяка държава, която гласува против предложеното разпределение, решава да не емитира („сини“) еврооблигации през годината и да не поема отговорност за техните емисии през този период. Boonstra предлага държавите, които нарушат правилата, незабавно да бъдат строго наказани, например чрез изключване от определено финансиране от бюджета на ЕС и загуба на политическото влияние на правото на глас в органите на ЕЦБ.
- *Практически аспекти на емитирането:* Повечето автори предлагат създаването на агенция за общия дълг, която да координира емитирането и да управлява дълга. При предложенията за „синьо-червен подход“ към облигациите емитирането на национален дълг продължава да се осъществява от съответната държавна хазна.
- *Обхват на участващите държави:* Becker изброява варианти за участие в еврооблигациите като следните: i) общи облигации, емитирани от държави с еднакъв рейтинг; ii) съвместни облигации, емитирани ad hoc, подобно на съвместните облигации, емитирани от някои немски федерални провинции; iii) участие в общ държавен дълг само когато държавите от ИПС отговарят на изискванията чрез солидна фискална консолидация при благоприятна икономическа конюнктура; или iv) Германия и Франция емитират един ликвиден краткосрочен инструмент или общ европейски пазар само за съкровищни бонове.

### Приложение 3: Преглед на съществуващите съответни инструменти

#### 1. Европейски съюз

Европейската комисия, от името на Европейския съюз, понастоящем управлява три програми, при които може да предоставя заеми чрез емитиране на дългови инструменти на капиталовите пазари и (в обичайния случай) преотстъпването на получените средства. Всички програми предоставят държавни заеми. ЕС е упълномощен от Договора за функционирането на ЕС да приема програми за заеми и обезпечения, които мобилизират финансовите ресурси, така че да изпълнява мандата си.

- При програмата за подкрепа на платежния баланс ЕС осигурява финансова помощ на държавите-членки извън еврозоната, които за сериозно заплашени от затруднения по отношение на платежния баланс (чл. 143 от ДФЕС).
- При програмата „Европейски механизъм за финансово стабилизиране“ Европейската комисия е оправомощена да сключва заеми от името на ЕС с цел финансиране на заеми, предоставени по Европейския механизъм за финансово стабилизиране (Регламент № 407/2010 на Съвета от 11 май 2010 г.). От декември 2010 г., бяха приети програмите за подпомагане на Ирландия и Португалия на стойност съответно 22,5 млрд. EUR и 26 млрд. EUR.
- Програмата за МФП предоставя заеми за държави извън Европейския съюз. Макрофинансовата помощ (МФП) е финансов инструмент за необвързана и непосочена конкретно подкрепа на платежния баланс на трети държави партньори (член 212 и 213 ДФЕС). Тя е под формата на средно- или дългосрочни заеми или безвъзмездни средства, или комбинация от тях, и допълва финансирането, осигурено по програмата за реформи на Международния валутен фонд<sup>31</sup>.

#### *Кредитен рейтинг*

Кредитният рейтинг AAA на ЕС се дължи на няколко фактора. Заемите са преки и безусловни задължения на ЕС и са гарантирани от всички държави-членки. Бюджетните ресурси се получават почти изцяло от приходи, плащани от държавите-членки независимо от националните парламенти, включително тарифи и мита върху вноса в ЕС и налози върху приходите от ДДС и върху БНД. На тази основа емитираните от ЕС облигации са с нулево рисково тегло и могат да се използват като обезпечение при ЕЦБ.

За всички заеми, инвеститори в крайна сметка са изложени на кредитния риск на ЕС, а не на този на бенефициерите на финансираните заеми. Ако дадена страна бенефициер изпадне в неплатежоспособност, плащането ще бъде извършено от бюджета на ЕС (127 млрд. EUR за 2011 г.). Държавите-членки на ЕС са правно задължени от Договора за ЕС да предоставят средства за посрещане на всички задължения на ЕС.

#### *Ключови характеристики на емисиите на ЕС*

До момента ЕС емитира референтни облигации по европейския план за издаване на облигации, чийто размер бе повишен до 80 млрд. EUR, за да се отчете емитирането по ЕМФС. Възобновяването на емитирането на референтни облигации започна в края на 2008 г. в резултат на кризата.

<sup>31</sup> За повече информация вж. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/macro-financial\\_assistance/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm)

С привеждането в действие на ЕМФС за Ирландия и Португалия, ЕС се превърна в често емитент на референтни облигации. Общият план за отпускане на заеми за 2011 г. възлиза по ЕМФС на около 28 млрд. EUR (13,9 млрд. EUR за Ирландия, 14,1 млрд. EUR за Португалия) а по ПБ и МФП — на около 2 млрд. EUR. Финансирането е изключително в евро.

Тъй като помощта от ЕС е със средносрочен характер, матуритетният спектър е обикновено между 5 и 10 години, но може да бъде разширен от 3 до 15 или в някои случаи — 30 години.

Преотстъпването на заемите гарантира, че бюджетът на ЕС не поема лихвен или валутен риск. Независимо от тази методика, обслужването на облигацията е задължението на Европейския съюз, което гарантира, че всички плащания по облигациите се извършват своевременно.

Като чест референтен кредитополучател в рамките на гореспоменатите параметри, ЕС възнамерява да изгради ликвидна крива на доходността. ЕС ангажира главните управители да осигурят активен вторичен пазар с котиране по всяко време на покупно-продажните цени и следи за спазването на тези ангажименти.

#### *Определяне на финансирането от ЕС*

Заемите от ЕС се финансират изключително със средства, набрани на капиталовите пазари, а не от другите държави-членки, нито от бюджета.

Набраните средства по принцип се преотстъпват на държавата бенефициер, т.е. с еднакъв купон, матуритет и размер. Този принцип налага ограничения върху емитирането от ЕС, т.е. характеристиките на емитираните финансови инструменти са определени от кредитната сделка, което означава, че не е възможно финансирането на матуритет или размер, различни от заема.

Решение на Съвета определя общия размер на програмата на съответната държава, вноските и максималния среден матуритет на кредитния пакет. Впоследствие Комисията и държавата бенефициер трябва да приемат параметрите на заема/финансирането, вноските и траншовете по него. В допълнение, всички траншове по заема с изключение на първия зависят от спазването на различните изисквания за политика, сходни с тези на пакетите на МФФ, което е друг фактор, влияещ върху графика на финансиране. Това означава, че графикът и матуритетите на емисията зависят от свързаната с тях дейност на ЕС по кредитиране.

#### *Процесът при ЕМФС*

- (1) Държава-членка, която е застрашена от сериозни икономически или финансови затруднения, причинени от изключителни обстоятелства извън нейния контрол, може да поиска помощ от ЕС по ЕМФС.
- (2) Съветът на ЕС решава с квалифицирано мнозинство, въз основа на препоръка от Европейската комисия.
- (3) Държавата-членка договаря програма за икономически реформи с Европейската комисия, в сътрудничество с МФФ и ЕЦБ.
- (4) Държавата-членка бенефициер договаря с Европейската комисия подробностите на меморандум за разбирателство и споразумение за заем, и взема решения във връзка с изпълнението им.
- (5) След подписването на меморандума за разбирателство и споразумението за заем, и след искане за плащане от националните органи на държавата-членка

бенефициер, средствата се набират на международните капиталови пазари и се изплаща първият транш. Последващите траншове от заема се изплащат, след като Съветът на ЕС направи оценка на спазването на изискванията на програмата от държавата-членка.

## 2. Европейски инструмент за финансова стабилност (ЕИФС)

Европейският инструмент за финансова стабилност (ЕИФС 1.0) е създаден от държавите-членки от еврозоната в резултат на решението на съвета по икономически и финансови въпроси (ЕКОФИН), взето на 9 май 2010 г. ЕИФС 1.0 е създаден като регистрирано в Люксембург дружество. Основната цел на ЕИФС е да предоставя финансова помощ на държавите-членки от еврозоната. Като част от цялостен пакет за подпомагане в размер на 750 млрд. EUR, ЕИФС получи гаранции от държавите-членки от еврозоната, възлизащи на 440 млрд. EUR за отпускане на кредити на държави-членки от еврозоната във финансово затруднение при определени условия в контекста на програмата за икономически реформи на ЕС/МВФ .

### *Капацитет на кредитиране*

Действителният капацитет на ЕИФС 1.0 за кредитиране е ограничен до 255 млрд. EUR с цел запазване на кредитния рейтинг AAA на облигациите му (вж. по-долу).

### *Кредитен рейтинг*

Агенциите за кредитен рейтинг дават рейтинг AAA на ЕИФС 1.0. Въпреки това, при първоначалното споразумение (ЕИФС 1.0) това е за сметка на намален капацитет на кредитиране, тъй като всеки заем от ЕИФС трябва да бъде обезпечен с i) държавни облигации с рейтинг AAA; ii) пари в размер на съответната част паричен резерв на ЕИФС ; и iii) специфичен за съответния заем паричен буфер. Кредитният рейтинг AAA се основава предимно на следните четири елемента:

- (1) *Гаранционен механизъм:* Гаранционното споразумение между държавите-членки от еврозоната изисква от тях да издават неотменима и безусловна гаранция за насрочените плащания на лихвата и главницата, дължими по инструментите за финансиране, емитирани от ЕИФС. Освен това, гаранцията покрива до 120 % от дела на всяка една държава-членка от еврозоната в задълженията на ЕИФС (главница и лихва), която обаче е ограничена от съответните гаранционни задължения, както е посочено в приложение 1 към рамковото споразумение за ЕИФС. Всеки недостиг поради тази горна граница се компенсира от паричните резерви и паричния буфер.
- (2) *Парични резерви:* Средствата, разпределени на кредитополучателя, не включват предварителната такса за услугата, изчислена като 50 базисни пункта върху съвкупния размер на главницата на всеки заем, нито нетната настояща стойност на лихвения марж, който ще се натрупа по даден заем на договорения курс до определената дата на падеж.
- (3) *Специфичен за съответния заем паричен буфер:* Всеки път, когато на държава-членка се предоставя заем, ЕИФС трябва да създаде специфичен за съответния заем паричен буфер, чийто размер да позволи заемът от ЕИФС да бъде напълно обезпечен с гаранции AAA и пари в размер на съответната част паричен резерв на ЕИФС плюс този специфичен за съответния заем паричен буфер.
- (4) *Потенциална допълнителна подкрепа:* Съгласно рамковото споразумение за ЕИФС, размерът на неговата програма може да бъде променен с единодушното одобрение от гарантите. Въпреки това, капацитетът му не може

да бъде увеличаван неограничено, тъй като това може да влоши кредитната позиция на служителите за обезпечение държавни облигации с рейтинг AAA. Ако някоя от тях загуби своя рейтинг AAA, капацитетът на ЕИФС ще намалее със сумата на предоставеното от тази държава обезпечение.

Облигациите, емитирани от ЕИФС, са с нулево рисково тегло и са допустими за изкупуване от ЕЦБ. Потенциално влошаване на кредитоспособността на държавите-членки на еврозоната, особено на гарантите с кредитен рейтинг AAA, би могло да се отрази неблагоприятно на кредитния рейтинг на ЕИФС. Поради солидарната отговорност, поета към ЕИФС, понижаване на рейтинга само на една обезпечаваша държавна облигация с кредитен рейтинг AAA ще понижи кредитния рейтинг AAA на ЕИФС, освен ако не бъдат въведени допълнителни кредитни подобрения.

#### *Изисквания*

Всяка финансова помощ от ЕИФС е свързана с наличието на програма за икономически реформи, включително стриктни изисквания за политика, както е заложено в меморандума за разбирателство. Комисията договаря меморандума за разбирателство с държавата бенефициер при взаимодействие с ЕЦБ и МВФ.

#### *Взимане на решение*

Решението за предоставяне на средства по ЕИФС се взема с единодушие.

### **3. Европейски инструмент за финансова стабилност (ЕИФС 2.0)**

Рамковото споразумение за ЕИФС бе променено с цел да се осигури наличност на пълния капацитет на кредитиране — 440 млрд. EUR.

#### *Капацитет на кредитиране*

Действителният капацитет на ЕИФС 2.0 на кредитиране е ограничен до 440 млрд. EUR с цел запазване на кредитния рейтинг AAA на облигациите му (вж. по-долу).

#### *Кредитен рейтинг*

Агенциите за кредитен рейтинг дават рейтинг AAA на ЕИФС 2.0. За да се повиши действителният капацитет на кредитиране на ЕИФС до максимум 440 млрд. EUR, рамковото споразумение за ЕИФС бе преразгледано с оглед увеличаване на обезпеченията от държавни облигации с рейтинг AAA до 440 млрд. EUR. В основни линии кредитният рейтинг AAA се основава само на един елемент — гаранционният механизъм.

Това гаранционно споразумение между държавите-членки от еврозоната изисква от тях да издават неотменима и безусловна гаранция за насрочените плащания на лихвата и главницата, дължими по инструментите за финансиране, емитирани от ЕИФС. Освен това, гаранцията покрива до 165% от дела на всяка една държава-членка от еврозоната в задълженията на ЕИФС (главница и лихва), която обаче е ограничена от съответните гаранционни задължения, както е посочено в приложение 1 към рамковото споразумение за ЕИФС. Облигациите, емитирани от ЕИФС, са с нулево рисково тегло и са допустими за изкупуване от ЕЦБ.

Потенциално влошаване на кредитоспособността на някоя държава-членка от еврозоната, особено на гарант с кредитен рейтинг AAA, би могло да се отрази неблагоприятно на кредитния рейтинг на ЕИФС. Поради солидарната отговорност, поета към ЕИФС, понижаване на рейтинга само на една обезпечаваша държавна облигация с кредитен рейтинг AAA ще понижи кредитния рейтинг AAA на ЕИФС, освен ако не бъдат въведени допълнителни кредитни подобрения.

### *Изисквания*

Всяка финансова помощ от ЕИФС е свързана с наличието на стриктни изисквания за политика, както е заложено в меморандума за разбирателство. Комисията договаря меморандума за разбирателство с държавата бенефициер при взаимодействие с ЕЦБ и МВФ. Освен заеми в рамките на програмата за макроикономически реформи, ЕИФС може да предоставя и кредитни линии, да извършва операции на първичния и вторичния облигационен пазар, както и да отпуска на заеми извън програмите за рекапитализиране на финансовите институции.

### *Взимане на решение*

Решението за предоставяне на средства по ЕИФС се взима с единодушие.

## **4. Европейски механизъм за стабилност (ЕМС)**

На 24—25 март 2011 г. правителствените и държавни ръководители на държавите-членки от ЕС одобриха създаването на ЕМС като постоянен кризисен механизъм за съхраняване на еврото и финансовата стабилност в Европа. ЕМС ще бъде най-голямата световна финансова институция с капитал от 700 млрд. EUR, от които внесени 80 млрд. EUR. Влизането в сила на ЕМС бе първоначално запланувано за юли 2013 г., но се очаква да бъде придвижено напред към средата на 2012 г.

## **5. Съвместни облигации на германските федерални провинции**

Специален сегмент от пазара на облигации на германските федерални провинции представляват т.нар. облигации „Jumbo“ — емитирани от група провинции. До момента синдикати от пет до седем държави са извършили 38 емисии на облигации „Jumbo“, без да се включва особено голямата по размер емисия през 1997 г., в която са участвали десет държави. До момента всички емисии на облигации „Jumbo“ са били под формата на традиционни облигации със среден емисионен размер малко над 1 млрд. EUR — над седем пъти повече, отколкото размера на средната емисия на отделна провинция. Повечето участници в програмата „Jumbo“ са малки по територия или население провинции. Облигациите „Jumbo“ са по-ликвидни от обичайните облигации на провинциите, като по този начин спестяват на хазната на съответната провинцията част от премията за свързания с ликвидността риск в сравнение с ограничените по размер емисии на отделен емитент. От инвеститорска гледна точка облигациите „Jumbo“ са структурирани облигации, съставени от отделни вземания към участващите провинции съобразно дела им в съвместната емисия. По този начин провинциите носят солидарна, но не неограничена, отговорност за емисията.

### *Характеристики на облигациите*

- Честота на емитиране: обикновено 2—3 емисии годишно
- матуритети: 5—10 години
- Размер: 1—1,5 млрд. EUR
- Една провинция координира емисията и действа като платец.

### *Кредитен рейтинг*

Емисиите имат рейтинг AAA от Fitch, тъй като доскоро агенцията е предоставяла рейтинг AAA на всички провинции поради т.нар. Länderfinanzausgleich (процес на изравняване, който е механизъм за солидарна и косвена отговорност между провинциите и в крайна сметка — федералната държава). Това обяснява и честата

разлика в рейтингите на Fitch и останалите агенции. Трябва да се отбележи, че Fitch не предоставя вече рейтинг на всички провинции.

Според Fitch рейтингът AAA отразява индивидуалната кредитоспособност на седемте провинции, участващи в съвместната емисия. Той черпи основание от стабилните механизми за подкрепа, които са достъпни за всички членове на Федералната република, както и от схемите за предоставяне на значителна ликвидност, които гарантират своевременното плащане и приравняват кредитоспособността на провинциите с тази на Германия. Fitch отбелязва, че механизмите за подкрепа се прилагат еднакво към всички членове на Федералната република: федералното правителство (Bund) и 16-те провинции. Различията в икономическите и финансовите показатели нямат значение, тъй като всички провинции имат равно право на финансова подкрепа от федералното правителство в случай на финансови затруднения. Съвместните облигации на германските провинции са с нулево рисково тегло и са допустими за изкупуване от ЕЦБ.



#### **Приложение 4: Документация и пазарни конвенции**

Както бе посочено в раздел 4, въвеждането на стабилизационните облигации изисква определянето на някои характеристики на ценните книжа и пазарни конвенции като например следните:

- Юрисдикция на емитирането на стабилизационните облигации: облигациите на ЕФФС и ЕС/ЕФФС се емитират според английското право, но тази практика би могла в случая да породи политическо несъгласие.
- Матуритетна структура на ценните книжа: стратегията за финансиране на стабилизационните облигации трябва да се определи с оглед на i) създаването на базов статус и крива на доходността, както и ii) оптимизирането на разходите за финансиране, тъй като емитирането при някои части на кривата на доходността е свързано с повече разходи, отколкото при други. Емитирането на краткосрочни облигации (съкровищни бонове) в допълнение към такива с по-дълъг матуритет значително ще подобри гъвкавостта на касовите наличности, както и достъпа до финансиране.
- Видове купони (фиксиран, плаващ, нулев, с отчитане на инфлацията): за начало и за да се улесни създаването на базов статус е вероятно най-добре ценните книжа да бъдат структурирани по традиционен начин. Това би улеснило и развитието на свързани с тях деривативни инструменти като опции и фючърси.
- Фондова борса, на която да се котира ценните книжа: понастоящем облигациите на ЕФФС и ЕС/ЕФФС се котира на Люксембургската фондова борса. За стабилизационните облигации това би могло да изглежда твърде ограничено, въпреки че котирането на няколко борси ще породи допълнителни разходи.
- Практики за уреждане: Такива практики следва да се създадат с оглед подсилване привлекателността на инструментите, например за краткосрочните облигации — с t+1 (за да се улесни постигането на краткосрочните целеви касови наличности), а за дългосрочните облигации — с t+3 (за да се минимизира рискът от проблеми при уреждането).
- Стратегия за създаването и поддържането на инвеститорска основа: необходимо е да се създадат отношения с потенциални инвеститори, за които би могло да е нужно да се прецени дали трябва да се създаде група първични дилъри, как да бъде интегриран секторът на непрофесионалните клиенти и т.н.
- Въвеждането на клаузи за колективно действие, с оглед възможността за прибягване до организирана процедура за разрешаване на евентуални бъдещи проблеми, свързани с платежоспособността.

## Библиография

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, предстояща публикация в 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](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, 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](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](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, *The 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