

Брюксел, 23.10.2015 г.
COM(2015) 515 final

ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И СЪВЕТА

**за целесъобразността на разработването на европейска оценка на
кредитоспособността във връзка с държавния дълг**

I. Въведение

Неотдавнашната криза на държавните дългове в ЕС разкри макроикономически неравновесия и извади на преден план рисковете, свързани с на външните кредитни рейтинги на държавните дългови инструменти. Кредитните рейтинги на държавните дългови инструменти са от значение при определянето на разходите на правителствата за получаване на заеми. По време на кризата прекомерното използване на кредитни рейтинги доведе до смущения във функционирането на пазара, които при определени обстоятелства биха могли да застрашат финансовата стабилност в ЕС.

Отрицателното въздействие от прекомерното използване на държавни кредитни рейтинги може да бъде смекчено, ако инвеститорите на европейския пазар на държавни ценни книжа оценяват сами кредитоспособността на европейските държави и други суверенни субекти, вместо да разчитат единствено и механично на външни кредитни рейтинги. Затова те следва да разполагат с точна и подходяща информация, за да извършват самостоятелно оценяване държавите и другите суверенни субекти от гледна точка на кредитните рискове.

Добрият анализ на кредитоспособността на европейските държави и други суверенни субекти улеснява инвестирането в държавни ценни книжа, издадени от държавите — членки на ЕС. По този начин се повишава общото доверие на инвеститорите в пазарите в отделните държави членки, което от своя страна влияе върху инвестиционните им решения по отношение на другите класове активи в тези държави членки, например за инвестициите в търговски дружества и финансови институции, учредени там. Наличието на подходяща и точна информация за кредитоспособността на европейските държави и други суверенни субекти би могло да бъде от полза за изпълнението на политическите насоки на председателя Юнкер като основен елемент за насърчаване на инвестициите.

В настоящия доклад се описват рисковете, които се дължат на прекомерното използване на рейтингите на държавните ценни книжа (раздел II) и предприетите досега политически мерки (раздел III). По-нататък в доклада се анализира дали съществуващите информационни източници са достатъчни и подходящи за инвеститорите, за да могат те да извършват самостоятелно оценяване на държавите и другите суверенни субекти по отношение на кредитния риск (раздел IV), и дали евентуално допълнително средство — под формата на европейска оценка на кредитоспособността за държавния дълг¹ — би било целесъобразно и дали би могло да допълни съществуващата информация (раздели V и VI).

¹ Член 39б, параграф 2 от Регламент (ЕО) № 1060/2009 на Европейския парламент и на Съвета от 16 септември 2009 г. относно агенциите за кредитен рейтинг, ОВ L 302, 17.11.2009 г., стр. 1 (Регламентът за АКР).

II. Прекомерно използване на външни рейтинги на пазарите на държавни ценни книжа

1. Рискове от прекомерното използване на рейтингите на държавните ценни книжа

Неотдавнашната криза на държавните дългове разкри рисковете от прекомерното използване на държавни кредитни рейтинги. Кризата показва, че при определени икономически условия това прекомерно използване би могло да създаде „ефекти на срутване“, когато инвеститорите намаляват експозициите си към някои държавни ценни книжа и други дългови инструменти, което може да застраши финансовата стабилност. Такива „ефекти на срутване“ може да възникнат след понижаване на кредитния рейтинг, особено под определен праг. Това може да окаже допълнителен натиск върху ликвидността поради необходимостта от спазване на нормативните капиталови изисквания. Това стана ясно по време на скорошната финансова криза, когато влошаването на икономическите прогнози оказа натиск върху публичните финанси. Вследствие на това бяха понижени рейтингите на държавните ценни книжа, което доведе до масирани продажби на дългови инструменти от страна на финансовите институции и инвеститорите. Тези пазарни реакции бяха засилени поради разпоредбите в някои законодателни актове в областта на финансите, в които се предвижда използването на рейтинги², както и поради прекомерното използване на рейтинги от страна на финансовите институции по силата на договори.

Потенциалното въздействие на държавните рейтинги съществено надхвърля непосредствените ефекти върху държавните ценни книжа на оценяваните страни и може да доведе до разпространение на отрицателните ефекти на различни пазари и дори в различни страни, които имат значителни икономически връзки помежду си (верижен ефект). Тези ефекти се подсилват от взаимовръзките между държавните кредитни рейтинги и рейтингите на правните субекти в рамките на тези държави. Тези взаимовръзки произтичат от методиките, използвани от агенциите за

² Например текстове, в които се предвижда използването на външни кредитни рейтинги, може да се намерят в разпоредбите за стандартизирания подход за изчисляване на капиталовите изисквания за банките (Директива 2013/36/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 година относно достъпа до осъществяването на дейност от кредитните институции и относно пруденциалния надзор върху кредитните институции и инвестиционните посредници, за изменение на Директива 2002/87/ЕО и за отмяна на директиви 2006/48/ЕО и 2006/49/ЕО, ОВ L 176, 27.6.2013 г., стр. 338 — ДКИ IV), и Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 година относно пруденциалните изисквания за кредитните институции и инвестиционните посредници и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012, ОВ L 176, 27.6.2013 г., стр. 1 — РКИ), в капиталовите изисквания за застрахователните предприятия (Делегиран регламент (ЕС) 2015/35 на Комисията от 10 октомври 2014 година за допълнение на Директива 2009/138/ЕО на Европейския парламент и на Съвета относно започването и упражняването на застрахователна и презастрахователна дейност, ОВ L 12, 17.1.2015 г., стр. 1 — Делегиран регламент „Платежоспособност II“) и в изискванията за допълнително обезпечение за сделките, които не преминават през клиринг с централен контрагент.

кредитен рейтинг, с които често най-благоприятният кредитен рейтинг на даден финансов инструмент в рамките на определена юрисдикция се ограничава до рейтинга на държавата (това често се нарича „ограничение до равнището на държавния рейтинг“). Вследствие на това понижаването на даден държавен рейтинг често води до понижения на рейтингите на други финансови инструменти в съответната държава, в т.ч. облигации на търговски дружества и финансови институции.

2. Наблюдения върху рейтингите на държавните дългови инструменти и пазарите на облигации в ЕС

Емпиричните сведения за кризата на държавните дългове в ЕС показаха „[...] значителна реакция на разликите в доходността на държавните ценни книжа в отговор на рейтингите и рейтинговите перспективи, което е особено важно при обявяване на неблагоприятни изменения“³. Освен това стана видно, че „[...] пониженията на държавните рейтинги имат статистически и икономически значими странични ефекти, които се разпространяват както в различните държави, така и на различните финансови пазари, а това означава, че агенциите за кредитен рейтинг могат да създават финансова нестабилност“⁴.

На графика 1 се вижда, че до 2008 г. кредитните рейтинги на държавите членки от еврозоната са били средно по-високи от тези на държавите членки извън еврозоната. Докато средният кредитен рейтинг на държавите членки от еврозоната е бил AA⁺⁵, за държавите членки извън еврозоната той е бил A. Едва след финансовата криза, в периода 2009—2010 г., бе отбелязано ограничено и сходно понижение на рейтингите на държавите членки от еврозоната и извън нея — средно с две степени. След това, от началото на 2011 г., рейтингите на държавите членки от еврозоната бяха понижени рязко, от средно равнище AA през 2011 г до

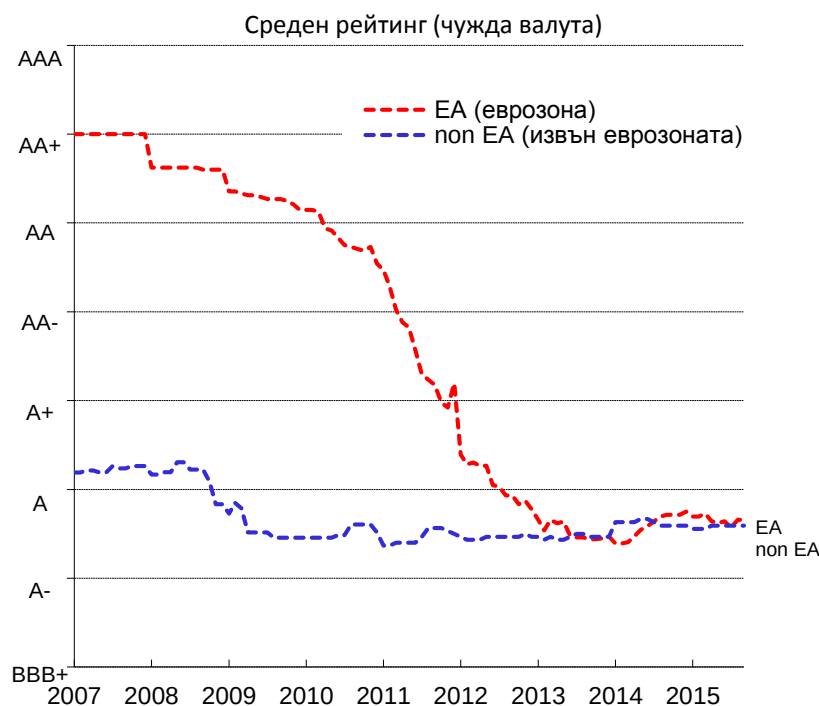
³ António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, Sovereign Credit Ratings and Financial Market Linkages, Application to European Data (Държавни кредитни рейтинги и връзки с финансовите пазари: приложение по отношение на европейските данни), ECB working paper series (работни документи на ЕЦБ), брой 1347, октомври 2011 г., на разположение на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1347.pdf>

⁴ Rabah Arezki, Bertrand Candelon and Amadou N. R. Sy, Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis (Новините за държавните рейтинги и страничните им ефекти на финансовите пазари: данни от европейската дългова криза), март 2011 г., IMF working paper series (работни документи на МВФ), брой WP/11/68, на разположение на: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>; António Afonso, Pedro Gomes and Abderrahim Taamouti, Sovereign Credit Ratings, Market Volatility and Financial Gains, ECB working paper series (работни документи на ЕЦБ), брой 1654, март 2014 г., на разположение на: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1654.pdf>

⁵ За улесняване на представянето на данните в графика 1 кредитните рейтинги, присъдени от три различни агенции (Standard & Poor's, Moody's и Fitch), са изложени в обща рейтингова скала от равнище AAA (най-нисък кредитен риск) до равнище D (най-висок кредитен риск). Пълната скала, използвана за излагането на рейтингите, е следната: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC+, CC, CC-, C+, C, C- и D. При тълкуването на графика 1 трябва да се има предвид, че използваните от трите агенции в извадката методики за определяне на рейтингите са различни.

A- през 2013 г. Сега средният кредитен рейтинг на държавите членки от еврозоната е по-висок от този на държавите членки извън еврозоната, след като през 2013 г. те се сближиха към равнище A-.

Графика 1: Тенденции при държавните рейтинги в ЕС⁶



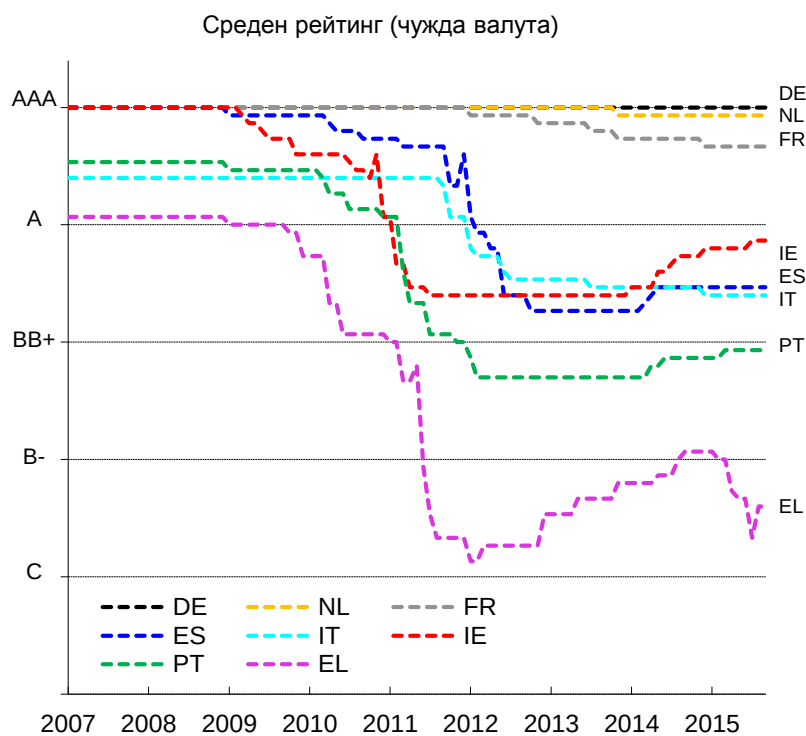
Източник: собствени изчисления на Европейската комисия

На графики 2 и 3 е показано изменението на кредитните рейтинги на избран брой държави членки от еврозоната и извън нея, което е в подкрепа на гореизложения анализ. Преди 2009 г. включените в извадката държави от еврозоната са имали рейтинг A или по-висок, както се вижда на графика 2. По време на кризата на държавните дългове кредитните рейтинги на редица държави членки⁷ бяха рязко понижени през периода 2010—2012 г., докато от края на 2013 г. се отбелязва леко повишение.

⁶ На тази графика е показана непрегледената средна на дългосрочните рейтинги на държавните дългови инструменти в чужда валута за държавите членки от еврозоната и извън нея, присъдени от Standard & Poor's, Moody's и Fitch. Средният синтетичен рейтинг е получен въз основа на разликата (в брой степени) от рейтинг AAA и включва средния рейтинг на агенциите за кредитен рейтинг с достатъчно покритие по държави. Рейтингите на държавните дългови инструменти в чужда валута са предпочетени, тъй като тези на инструментите в местна валута отразяват и валутния риск, на който са изложени международните инвеститори.

⁷Ирландия, Гърция, Испания, Италия, Португалия

Графика 2: Тенденции в изменението на рейтингите на държавите членки от еврозоната



Източник: собствени изчисления на Европейската комисия

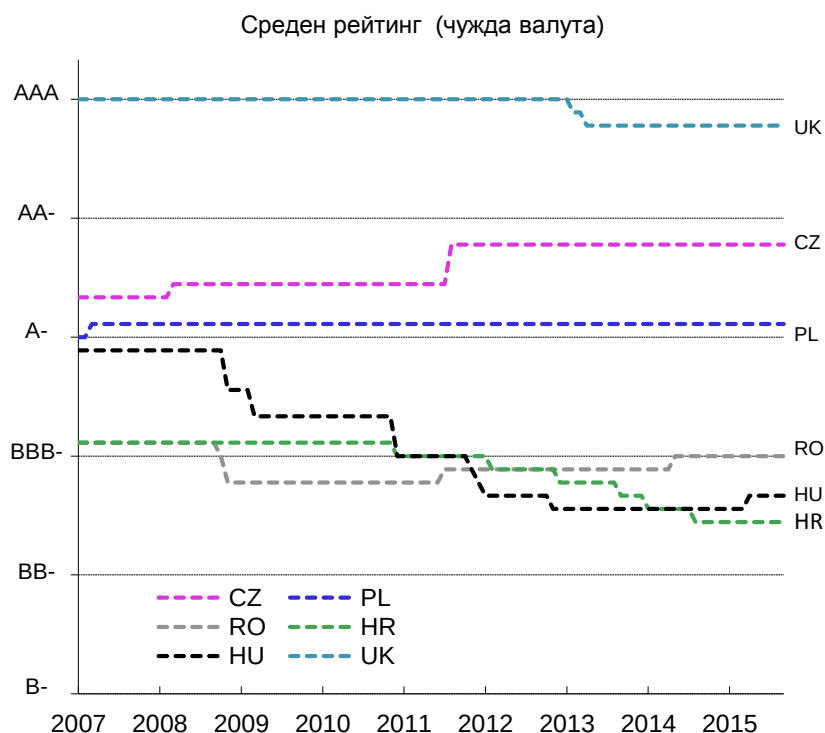
При държавите членки извън еврозоната преди, по време и след кризата на държавните дългове се наблюдават кредитни рейтинги в по-широк диапазон (графика 3). Докато някои от държавите членки извън еврозоната са имали относително стабилен кредитен рейтинг⁸, при други се е наблюдавало понижение⁹ или повишение¹⁰.

⁸ Полша, Румъния

⁹ Хърватия, Унгария, Обединеното кралство

¹⁰ Чехия

Графика 3: Тенденции в изменението на рейтингите на държавите членки извън еврозоната



Източник: собствени изчисления на Европейската комисия

3. Доходност по държавните ценни книжа

Доходността по държавните ценни книжа е важен показател за усещането на инвеститорите относно профила на дадена държава по отношение на кредитния риск. Преди кризата на държавните дългове доходностите по държавните ценни книжа в еврозоната като цяло се сближаваха¹¹, което означаваше, че инвеститорите имат еднаква позиция по отношение на кредитоспособността на държавите членки от еврозоната, както се вижда на графика 4. По време на кризата това се промени съществено. От 2008 г. насам намаля търсенето от страна на инвеститорите на определени държавни ценни книжа¹² или те започнаха да търсят по-висока възвръщаемост, което се вижда от изменението на доходността¹³. При някои други

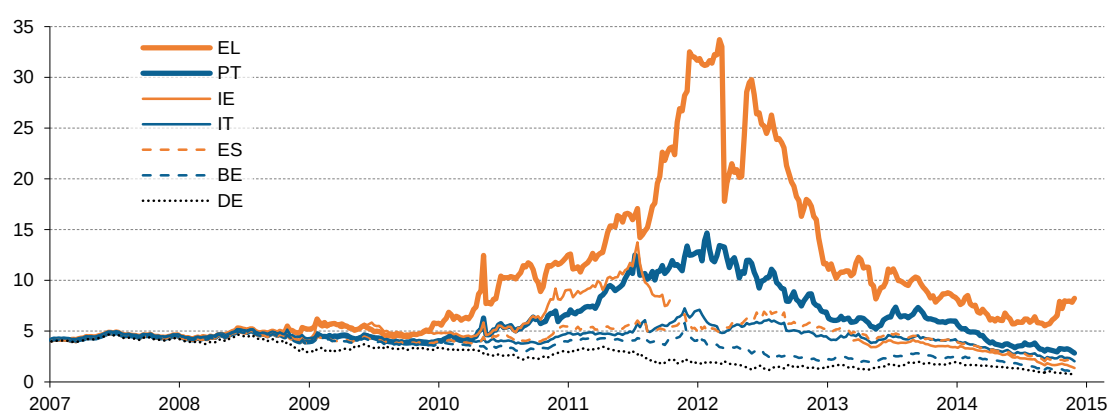
¹¹ Вж. графика 4.

¹² Испания, Португалия, Италия, Ирландия, Гърция и Кипър

¹³ Вж. графика 4.

държави членки от еврозоната се наблюдаваше тенденция към понижаване на доходността по държавните ценни книжа. От 2013 г. насам доходността по държавните ценни книжа в еврозоната постепенно се връща към предкризисните равнища. Въпреки това между отделните държави членки от еврозоната остават големи различия (графика 4).

Графика 4: Доходност по 10-годишните държавни ценни книжа (в проценти)



Източник: Bloomberg

III. Политически мерки за ограничаване на рисковете от прекомерно използване на рейтингите на държавните дългови инструменти

1. Засилен регулаторен контрол върху агенциите за кредитен рейтинг

Поради неадекватността на кредитните рейтинги, наблюдавана по време на финансовата криза и последвалата я криза на държавните дългове, през 2009 г. бяха въведени нови разпоредби за агенциите за кредитен рейтинг (АКР), които включваха изисквания за регистрация и надзор на АКР на национално равнище. През 2011 г. регистрацията на АКР в ЕС и надзорът върху тях бяха централизирани в рамките на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП).

2. Повече прозрачност за рейтингите на държавните дългови инструменти

Вследствие на кризата с държавните дългове през 2013 г. бяха въведени допълнителни мерки за повишаване на прозрачността и навременността на рейтингите на държавните дългови инструменти, с които се спомогна за ограничаването на рисковете от смущения във функционирането на пазарите.

По-конкретно, АКР трябва ежегодно да публикуват календар, в който да определят датите за публикуване на присъжданите от тях държавни кредитни рейтинги. Освен това кредитните рейтинги на държавните дългови инструменти трябва да се публикуват в петък след затваряне на регулираните пазари в ЕС, за да се избегне смущението във функционирането им в рамките на работното им време. Заедно с кредитния рейтинг АКР трябва да публикуват и пълен проучвателен доклад, в който на инвеститорите се предоставя повече информация за мотивите за промяна на държавния рейтинг. Освен това АКР трябва да уведомяват съответната държава или друг суверенен субект — в рамките на работното време и най-малко един пълен работен ден преди публикацията — за кредитния рейтинг и рейтинговата перспектива. Така съответната държава или друг суверенен субект, както и всяко друго оценявано лице, получава възможността да посочи на АКР евентуалните фактически грешки.

Комбинираният ефект от тези разпоредби е повишаване на прозрачността на рейтингите на държавните дългови инструменти. Сега инвеститорите получават повече информация за мотивите и допусканията при присъждането на държавните кредитни рейтинги от АКР, както и за използваните базови данни. Допълнителната информация за държавните рейтинги би могла да доведе до повишаване на способността на инвеститорите да извършват по-точни оценки на кредитоспособността на издателите на държавни дългови инструменти.

Въпреки регулаторните мерки в един доклад на ЕОЦКП от 2013 г.¹⁴ бяха разкрити недостатъци в процеса на определяне на държавните рейтинги, които биха могли да създадат рискове пред качеството, независимостта и почтеността на рейтингите и процеса на определянето им. В този доклад ЕОЦКП посочва рисковете във връзка с конфликтите на интереси, произтичащи от ролята на висшето ръководство и другите лица в процеса с функции, различни от тези по определянето на рейтингите, и от участието на рейтинговите анализатори в научноизследователски дейности и публикации. В доклада се подчертават рисковете от неспазване на поверителността на информацията за държавните рейтинги и въведените механизми за контрол преди публикуването на тези рейтинги. Също така се обръща внимание на рисковете, свързани с момента на публикуването на държавните рейтинги, в т.ч. навременното оповестяване на промените на рейтингите. В рамките на надзорния процес ЕОЦКП поиска от АКР да въведат планове за действие за преодоляване на тези недостатъци. Като крайна мярка ЕОЦКП има правомощието при необходимост да предприеме надзорни мерки.

¹⁴ Credit Rating Agencies: Sovereign ratings investigation, ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls (Агенции за кредитен рейтинг: оценка на ЕОЦКП по отношение на осъществяването, конфликтите на интереси, адекватността на ресурсите и контрола за поверителност), публикуван на 2 декември 2013 г., номер ESMA/2013/1775

3. Ограничаване на прекомерното използване на външни кредитни рейтинги

За преодоляване на рисковете и отрицателните ефекти от използването единствено и механично на кредитни рейтинги (в т.ч. държавни кредитни рейтинги), на международно равнище бяха предприети действия за ограничаване на прекомерното използване на кредитните рейтинги, като целта е възстановяване на доверието във финансовата система. Принципите на Съвета за финансова стабилност (СФС)¹⁵ за ограничаване на използването на рейтингите на АКР в стандарти, закони и подзаконови нормативни актове бяха одобрени от ръководителите на страните от Г20 през ноември 2010 г. (на срещата на най-високо равнище в Сеул)¹⁶. Тези принципи имат за цел: да се прекрати механичното използване на кредитни рейтинги от страна на банките, институционалните инвеститори и другите участници на пазара; да се извърши съществена промяна в съществуващите практики; като алтернатива да се въведат по-ефективни практики за вътрешно оценяване на кредитния риск.

Действителното ограничаване на прекомерното използване на външни кредитни рейтинги, в т.ч. на държавни кредитни рейтинги, би могло да доведе до намаляване на рисковете от ефекти на срутването при понижение на държавните рейтинги. В отговор на ФСБ¹⁷ Европейската комисия очерта действията, които планира за ограничаване на рисковете от използването на рейтинги. Впоследствие Европейската комисия ще представи доклад за алтернативните мерки за оценяване на кредитния риск, ще установи дали има жизнеспособни алтернативи и ще определи дали е възможно пазарните участници да ги прилагат. Въз основа на резултатите от този доклад Комисията би могла да обмисли отстраняването на оставащите разпоредби от законодателството на ЕС, в които се предвижда използването на кредитни рейтинги, до 2020 г.

Освен това Комисията подкрепя инициативата на Г20 във връзка с пропуските в данните¹⁸, чиято цел е подобряване на наличието и съпоставимостта на икономическите и финансовите данни на международно равнище. Една от препоръките (R17) е да се насърчава производството на навременни

¹⁵ Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings (Принципи за ограничаване на използването на рейтингите на АКР), Financial Stability Board (Съвет за финансова стабилност), 27 октомври 2010 г.

¹⁶ G20, Seoul Summit Document (Г20, документ от срещата на най-високо равнище в Сеул), стр. 8, на разположение на: https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Seoul_Summit_Document.pdf

¹⁷ Работен документ на службите на Комисията: EU action plan to reduce reliance on external credit ratings (План за действие на ЕС за ограничаване на използването на външни кредитни рейтинги), на разположение на: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/140512-fsb-eu-response_en.pdf

¹⁸ •IMF-FSB, The Financial Crisis and Information Gaps. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors (МВФ-ФСБ, Финансовата криза и информационните пропуски. Доклад до финансовите министри и управителите на централните банки на държавите от Г20), 29 октомври 2009 г., на разположение на: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>

стандартизирани данни от държавната финансова статистика за различните държави въз основа на общи международно приети стандарти.

4. Анализ на европейската оценка на кредитоспособността във връзка с държавния дълг

Като част от политическите мерки за ограничаване на прекомерното използване на държавни кредитни рейтинги е необходимо инвеститорите да имат подходяща информация за оценяване на кредитоспособността на държавите членки. Тази информация би трябвало да осигурява възможност на инвеститорите самостоятелно да оценяват държавите и другите суверенни субекти от гледна точка на кредитния риск, вместо да използват единствено и механично външните кредитни рейтинги, присъждани от АКР.

Комисията вече събира, обработва и публикува данни за икономическото, финансовото и фискалното положение и съответните показатели на държавите членки в рамките на наблюдението на икономическата и фискалната политика. Комисията бе приканена да проучи дали тези данни трябва да се допълнят с още елементи или показатели, както и дали е възможно да се разработи европейска оценка на кредитоспособността. Това би могло да позволи на инвеститорите да оценяват безпристрастно и обективно кредитоспособността на държавите членки.

Затова Комисията, *„вземайки предвид положението на пазара“* ще представи *„доклад на Европейския парламент и на Съвета относно целесъобразността на създаването на европейска оценка за кредитоспособността за държавния дълг“*.¹⁹ Този доклад ще бъде включен в предстоящия доклад на Комисията относно целесъобразността и осъществимостта на поддържането на Европейска агенция за кредитен рейтинг, който трябва да бъде изготвен до края на 2016 г.²⁰

IV. Анализ на несъответствията между потребностите на инвеститорите и предоставяната информация

Както бе подчертано по-рано, достъпът до достатъчна и подходяща информация улеснява инвеститорите в извършването на самостоятелна оценка на кредитоспособността и води до по-ограничено използване на държавните рейтинги. В тази част от доклада се посочва каква информация използват инвеститорите и се прави сравнение с наличната информация, за да се определи дали има съществени несъответствия.

1. Информационни потребности на инвеститорите

А) Категории инвеститори и информационни потребности

Инвеститорите може да бъдат категоризирани в две групи: големи (основно институционални) инвеститори и по-малки инвеститори. Когато тези инвеститори

¹⁹ Член 39б, параграф 2, първата алинея от Регламента за АКР.

²⁰ Член 39б, параграф 2, втората алинея от Регламента за АКР.

търсят достъп до пазарите на държавни ценни книжа, те имат сходни потребности от информация за съответните държави и други суверенни субекти, но способностите им да оценяват държавния кредитен риск са различни.

Във връзка с изготвянето на настоящия доклад Комисията проведе допитвания до ограничен брой големи институционални инвеститори, като банки, пенсионни фондове и дружества за управление на активи, както и с някои по-малки дружества за управление на активи. От получените отговори е видно, че най-важната информация, използвана за оценяване на кредитоспособността на държавите и другите суверенни субекти, са данните за макроикономическото и фискалното им състояние и съответните показатели. Тук се включват количествени данни, като изменението на брутният вътрешен продукт (БВП), равнищата на държавния дълг и структурата на падежите, бюджетния дефицит, коефициента на безработица и конкурентоспособността. Качествените сведения за върховенството на закона, доброто управление и политическото положение също са от значение.

Участвалите в допитванията големи институционални инвеститори²¹ заявиха, че оценяват кредитоспособността на държавите и другите суверенни субекти (при вземането на инвестиционни решения и за пруденциални цели) и че има изискване за съпоставимост на данните за държавните дългове на световно равнище, а не само в ЕС, поради световния мащаб на дейността им и потребностите на клиентите им.

За да получат съпоставими данни за самостоятелно оценяване на кредитния риск, участвалите в допитванията инвеститори често ползват услугите на частни доставчици на данни, които обобщават информация за държавите и другите суверенни субекти от различни обществени и частни източници и осигуряват автоматизиран поток от данни. Те често използват собствени анализатори, а някои от тях присъждат собствени вътрешни рейтинги на държавите и другите суверенни субекти. Освен това някои институционални инвеститори заявиха, че имат преки контакти с национални органи, например националните агенции по дълга и министерства на финансите.

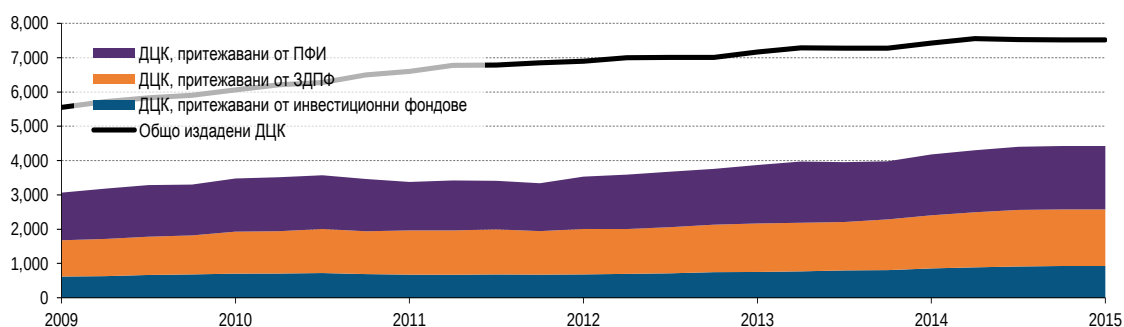
От друга страна, по-малките инвеститори заявиха, че имат по-ограничени ресурси за самостоятелно оценяване на кредитния риск, както и за получаване и анализиране на данни от различни обществени и частни източници. Изглежда, че по-малките инвеститори използват в по-голяма степен рейтингите, присъждани от АКР. Те извършват допълнителна самостоятелна оценка в конкретни случаи, често във връзка с текущите събития. Освен това тези по-малки инвеститори подчертаха, че информацията за оценяването на кредитоспособността във връзка с държавните дългове се използва не само при инвестициите в държавни ценни книжа, но и при други инвестиционни решения и разпределяне на активи, което може да е от значение за малките инвеститори.

²¹ Включващи пенсионни фондове, кредитни институции и дружества за управление на активи;

Б) Положението на пазара на държавни ценни книжа

По отношение на въздействието върху пазара местните институционални инвеститори притежават голям дял от държавните дългови инструменти в еврозоната. Както се вижда на графика 5, по-конкретно на резидентните парично-финансови институции (ПФИ), застрахователни дружества и пенсионни фондове (ЗДПФ) и инвестиционни фондове се пада голям дял от инвестициите в държавни ценни книжа в еврозоната.

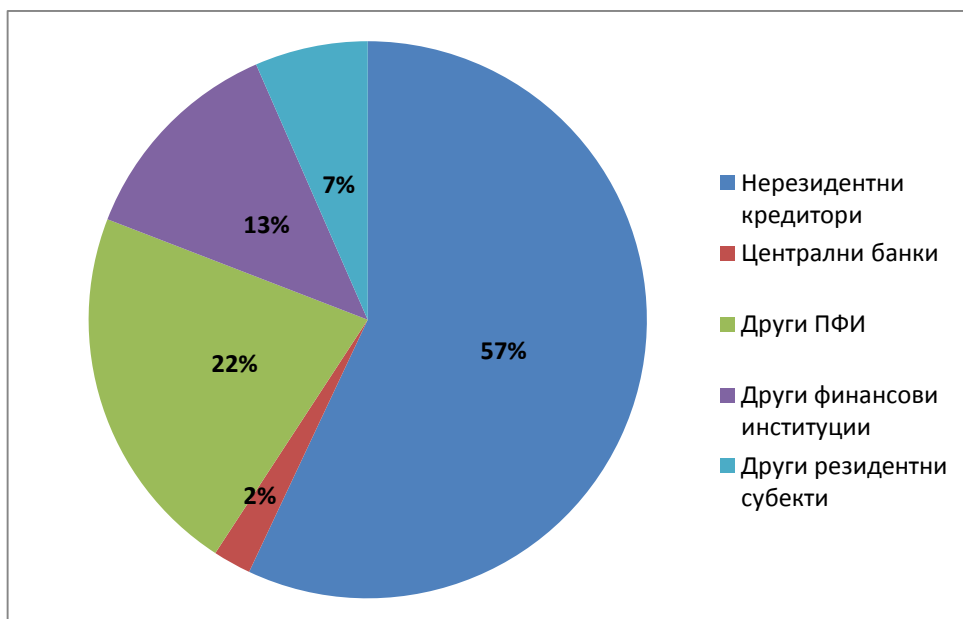
Графика 5: Издадени и притежавани държавни ценни книжа, еврозона, в милиарди евро



Източник: ЕЦБ и собствени изчисления

Както е показано на графика 6, през 2013 г. неинституционалните резидентни инвеститори са притежавали 7,2 на сто от всички държавни ценни книжа в еврозоната. Следователно на тези инвеститори се пада малък дял от инвестициите в държавни ценни книжа. Освен това на нерезидентните кредитори се падат 57 на сто от инвестициите в държавни ценни книжа в ЕС. Тук се включват както инвеститори от други държави членки, така и такива от държави извън ЕС.

Графика 6: Притежавани държавни ценни книжа по категории инвеститори, 2013 г., в процент от общия държавен дълг, Европейски съюз



Източник: ЕЦБ, държавна финансова статистика, собствени изчисления

2. Информация на разположение на инвеститорите

Пазарните участници имат на разположение широка гама от информация за държавния дълг, както от обществени, така и от частни източници. Така те могат самостоятелно да оценяват кредитния риск. Информацията от обществени източници се публикува от самите държави членки, от европейските институции и от различни международни организации. Освен това редица частни доставчици също предоставят информация на инвеститорите. Тук се включват специализираните доставчици на данни, професионалните сдружения и АКР. Видът на предоставяната информация, честотата на предоставянето ѝ и обхванатите държави се различават значително според източника.

3. Информация, предоставяна от Европейската комисия

На равнище ЕС от известно време насам на разположение на обществеността е широка гама от статистически данни и доклади за икономическото състояние и развитие на държавите членки. Комисията публикува данни за държавните дългове, тримесечни данни от държавната финансова статистика и сведения, предадени в рамките на процедурата при прекомерен дефицит (ППД), в хармонизирана и позволяваща съпоставяне форма. Освен това тя публикува и икономически прогнози, както и доклади за еврозоната, публичните финанси и фискалната устойчивост. Благодарение на въвеждането на нови европейски разпоредби за фискалното и макроикономическото наблюдение в рамките на европейския семестър и по-строгите изисквания по Европейската система от национални и регионални сметки (ЕСС 2010)²² за отчитане на държавите членки по

²² Регламент (ЕС) № 549/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 21 май 2013 г. относно Европейската система от национални и регионални сметки в Европейския съюз (ОВ L 174, 26.6.2013 г., стр. 1).

отношение на държавната финансова статистика сега инвеститорите разполагат с повече и по-качествена информация за оценяване на кредитоспособността на държавите и другите суверенни субекти в ЕС.

А) Засилено фискално и макроикономическо наблюдение над държавите членки

На равнище ЕС разпоредбите, уреждащи Пакта за стабилност и растеж²³ (наричан по-нататък „Пактът“), са крайгълният камък на икономическото управление на ЕС, а предназначението им е да осигурят правилното функциониране на Икономическия и паричен съюз. Главната цел на Пакта е да се насърчава разумната бюджетна политика и да се гарантира устойчивостта на публичните финанси в държавите членки.

През последните години Пактът бе подсилен с цел преодоляване на недостатъците в икономическото управление и бюджетното наблюдение, както и за да бъде подобро наблюдаването на макроикономическите и фискалните показатели като цяло на всички държави — членки на ЕС, и в частност на еврозоната. Благодарение на тези инициативи инвеститорите имат достъп до допълнителна информация за самостоятелно оценяване на състоянието на публичните финанси.

Пактът за стабилност и растеж бе подсилен с по-ефективния европейски семестър за координация на икономическата политика и с т.нар. Пакет от шест законодателни акта²⁴, приет през ноември 2011 г. Като част от европейския семестър Комисията анализира плановете за бюджетни, макроикономически и структурни реформи, а въз основа на този анализ Съветът приема целенасочени препоръки към всяка държава членка. Освен това се налага система от финансови санкции за държавите членки от еврозоната в случай на прекомерни макроикономически дисбаланси и/или бюджетни дефицити.

В контекста на европейския семестър²⁵ са публикувани редица доклади, в които Комисията описва макроикономическото и бюджетното положение във всички държави членки. Тук се включват:

- 1) Годишният обзор на растежа (ноември), в който се излагат приоритетите на ЕС за насърчаване на растежа и създаването на работни места;

²³ Пактът е предвиден в Договора за функционирането на Европейския съюз (ДФЕС) и се състои от Регламент (ЕО) № 1466/97 на Съвета („предпазната част“ на Пакта, с правно основание член 121 от ДФЕС) и Регламент (ЕО) № 1467/97 на Съвета („корективната част“ на Пакта, с правно основание член 126 от ДФЕС), както и техните изменения и свързаните с тях законодателни актове.

²⁴ Пакетът от шест законодателни акта съдържа пет регламента и една директива, които влязоха в сила на 13 декември 2011 г. и които уреждат фискалното и макроикономическото наблюдение в рамките на новата процедура при макроикономически дисбаланси.

²⁵ Преглед на етапите на европейския семестър има на следния адрес: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm

2) Докладът за механизма за предупреждение в контекста на процедурата при макроикономически дисбаланси, в който въз основа на таблица с показатели се установяват държавите членки, за които е необходим по-нататъшен анализ;

3) Докладите по държави (февруари/май), в които Комисията включва единна аналитична икономическа оценка за всяка държава членка — за икономическото ѝ положение, плановете ѝ за реформи и, когато това се смята за важно въз основа на доклада за механизма за предупреждение, евентуалните ѝ дисбаланси. За някои държави членки, посочени в таблица с показатели, се провежда задълбочен преглед. Този преглед включва оценка на задължнялостта на публичния и/или частния сектор с оглед на бъдещото изменение и разходите за вземане на заеми; както и

4) Специфични за всяка страна препоръки (май) — те се предлагат от Комисията и се приемат от Съвета; съдържат съвети за политическите действия, които са изготвени специално за всяка държава членка и се отнасят до областите, смятани за приоритетни за следващите 12—18 месеца. Препоръките се придружават от оценка на програмите за стабилност и програмите за конвергенция на държавите членки.

За еврозоната бе въведен допълнителен механизъм. Тези реформи, наричани „Пакетът от два законодателни акта“²⁶, са в сила от май 2013 г. във всички държави членки от еврозоната; те доведоха до допълнително повишаване на прозрачността по отношение на бюджетните решения на тези държави членки и по този начин — до по-добра координация на плановете им за поемане на дълг.

За да се осигури координация на фискалната политика в различните държави членки, чиято парична единица е еврото, по силата на Пакета от два законодателни акта до 15 октомври всяка година правителствата (освен тези на държавите, изпълняващи програма за макроикономически корекции) трябва също така да представят пред Комисията проектите на своите бюджетни планове за следващата година²⁷. Комисията изготвя две оценки на проектите на бюджетни планове: становище за плана на всяка държава членка и обща оценка на бюджетното положение и бюджетните перспективи в еврозоната като цяло.

Становището за проекта на бюджетния план на всяка държава членка от еврозоната се съставя въз основа на оценката на спазването на ПСР и прогнозите на Комисията от есента. Ако Комисията установи, че проектът на бюджетния план

²⁶ Състои се от 2 регламента, с които бяха въведени допълнителни процедури за наблюдение и мониторинг за държавите членки от еврозоната.

²⁷ Тези проектопланове се публикуват от Комисията по силата на Регламент (ЕС) № 473/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 21 май 2013 година 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 (ОВ L 140, 27.5.2013 г., стр. 11).

на дадена държава членка особено много се отклонява от задълженията по ПСР, тя може да поиска да ѝ бъде представен изменен проект.

Цялата информация във връзка с европейския семестър е публична. По този начин инвеститорите получават навременна и периодична информация, съставена по обща методика. Тя допълва информацията, която вече е оповестена пред обществеността от националните статистически служби на държавите членки, националните агенции по дълга и частните доставчици на информация.

Благодарение на европейския семестър информационните потоци към инвеститорите бяха оптимизирани. Така инвеститорите имат по-ясна представа за макроикономическите и фискалните показатели на държавите членки. Те получават и допълнителен източник на информация, както и необработени данни, с които да извършват самостоятелно оценяване на държавите и другите суверенни субекти по отношение на кредитния риск.

Освен това на равнище ЕС бяха разработени и други средства за оценяване на макропруденциалния профил на държавите членки. Например генерална дирекция „Икономически и финансови въпроси“ (ГД ECFIN) е разработила индекс за ранно откриване на фискално напрежение за страните от ЕС.

Освен това на всеки 3 години Комисията публикува доклади за застаряването на населението, в които се оценява икономическото въздействие на демографските промени. Те се допълват от доклади за фискалната устойчивост на публичните финанси в държавите членки на фона на финансовото, икономическото и бюджетното въздействие на демографските промени.

Б) ЕСС 2010

От септември 2014 г. ЕСС 2010 замени ЕСС 1995²⁸. В ЕСС 2010 се разясняват определенията и правилата за държавната финансова статистика (ДФС), като по този начин се повишават точността и съпоставимостта на тези статистически данни.

В ЕСС 2010 се урежда и определя отчитането на държавния дълг от държавите членки и се разясняват изискванията за отчитане и третирането на някои специални финансови операции, като поемането на условния задължения, публично-частните партньорства и използването на дружества със специална цел, които преди невинаги са се отчитали по еднакъв начин във всички държави членки в контекста на ДФС. В резултат на това събираните данни в рамките на ДФС осигуряват цялостна картина за непогасения държавен дълг на държавите — членки на ЕС. Това дава възможност на инвеститорите да разполагат с точна информация за равнищата на дълга в целия ЕС.

²⁸ Регламент (ЕО) № 2223/96 на Съвета от 25 юни 1996 г. относно Европейската система от национални и регионални сметки в Общността (ОВ L 310, 30.11.1996 г., стр. 1).

4. Заключение за предлагането и търсенето на информация за оценяването на кредитоспособността на държавите и другите суверенни субекти.

От изложения по-горе анализ е видно, че инвеститорите разполагат с широка гама от информация, за да оценяват кредитоспособността на държавите и другите суверенни субекти в ЕС. По-конкретно, Европейската комисия публикува разнообразна информация за държавите — членки на ЕС. Отскоро публикуваната информация е повече и по-качествена поради новите разпоредби за фискалния и макроикономическия надзор над държавите членки. Въз основа на описаните по-горе допитвания с избрани инвеститори не бе установено съществено несъответствие между публикуваната информация и информацията, използвана или търсена от участниците на финансовия пазар за оценяването на кредитоспособността.

V. Целесъобразност на създаването на европейска оценка на кредитоспособността във връзка с държавния дълг

Чрез въвеждането на европейска оценка на кредитоспособността във връзка с държавния дълг би могло да се постигнат редица цели и да се изпълнят редица условия по отношение на целесъобразността и пропорционалността. Тя би трябвало да спомогне за намаляване на прекомерното използване на външни кредитни рейтинги при оценяването на държавния дълг. Освен това тя би трябвало да доведе до подобряване на положението на пазара по отношение на наличните източници на информация за заинтересованите лица за оценяване на кредитоспособността на държавите и другите суверенни субекти. Също така, за да се определи дали е целесъобразно да се въведе европейска оценка на кредитоспособността във връзка с държавния дълг, би трябвало да се анализират обхватът, мандатът и потенциалното икономическо въздействие на такава система върху заинтересованите лица, в т.ч. инвеститорите, издателите, рейтинговите агенции и данъкоплатците.

1. Вид на евентуалната европейска оценка на кредитоспособността във връзка с държавния дълг

Европейска оценка на кредитоспособността във връзка с държавния дълг може да се създаде под различни форми и с различни цели. Обхватът може да се определи по отношение на информацията (количествена или качествена), въз основа на която се изготвя оценката, и равнището и надеждността на оценката, предоставяна на инвеститорите.

A) Обхват на оценката

За създаването на оценка на кредитоспособността на равнище ЕС би могло да се наложи европейска публична организация да публикува икономически показатели и изследователски доклади с количествени и качествени оценки на държавите и другите суверенни субекти в ЕС. Тези доклади биха осигурили алтернативен източник на информация, макар и без единен показател, като използвания от АКР.

В тесния смисъл на думата, това би могло да бъде европейска публична организация, която ще извършва оценка на кредитоспособността на държавите — членки на ЕС, въз основа на набор от количествени данни за тези държави и периодично ще публикува сведения за промените в тези количествени данни. Така би бил осигурен един алтернативен източник на количествена информация за кредитоспособността на държавите и другите суверенни субекти като допълнение към съществуващите АКР.

Б) Осъществяване и контрол на европейската оценка на кредитоспособността

За да може европейската оценка да се смята за надеждна мярка за кредитоспособността от участниците на пазара, тя трябва да се извършва от надеждна организация с добра репутация — съществуваща или нова.

Задачата би могло да бъде поверена на някоя от съществуващите институции, организации или агенции на ЕС или на нова публична организация, която ще бъде създадена за целта. Ако задачата бъде възложена на съществуваща организация, следва да се има предвид, че новата задача няма да се отрази на ефективното изпълнение на текущите ѝ функции. Що се отнася до Европейската комисия, тя вече извършва до голяма степен сходна оценка в рамките на сегашното икономическо и фискално наблюдение над държавите членки, която включва количествени и качествени оценки на държавите — членки на ЕС.

В) Разходи

Изложените по-горе различни варианти за създаване на европейска оценка на кредитоспособността биха имали различни, но важни последствия за определянето на ресурсите, които биха били необходими за тази оценка, и на потенциалното ѝ въздействие върху пазара.

По-конкретно, създаването на нова организация би довело до значителни учредителни разходи, които следва да бъдат сравнени с потенциалните ползи за пазара на държавни ценни книжа в ЕС и европейската икономика като цяло. В миналото Комисията вече направи разчет за потенциалните разходи и заключи, че те са непропорционално високи спрямо очакваните ползи²⁹. По-специално, доколкото новата организация просто би дублирала информацията, която съществуващите институции на ЕС произвеждат за държавите и другите суверенни субекти в Съюза, най-вероятно ползите няма да превишават разходите.

2. Въздействие на европейската оценка на кредитоспособността

А) Въздействие върху използването на държавни кредитни рейтинги

Ако евентуалната европейска оценка на кредитоспособността е алтернатива на външните рейтинги, това би могло да доведе до ограничаване на използването им.

²⁹ SEC(2011) 1354, Оценка на въздействието към Предложението за Регламент за изменение на Регламент (ЕО) № 1060/2009 относно агенциите за кредитен рейтинг, стр. 34—37.

Евентуалната европейска оценка на кредитоспособността би трябвало да допълва съществуващите информационни източници; освен това трябва да не се допусне инвеститорите да използват само нея, и то механично.

В доклада³⁰ на Съвета за финансова стабилност за въвеждането на принципите на СФС за ограничаване на използването на рейтингите на АКР се призовава за *„предпазване от изкушението да се приемат малко на брой алтернативни мерки за оценяване на кредитоспособността вместо рейтингите на АКР, което може да доведе до нова форма на процикличност и стадно поведение“*.

Доколкото тя би дублирала съществуващата информация, предоставяна в рамките на сегашното макроикономическо наблюдение над европейските държави и други суверенни субекти, може да се очаква, че въздействието от ограничаването на прекомерното използване на външни кредитни рейтинги би било неголямо.

Б) Въздействие върху инвеститорите

Европейската оценка на кредитоспособността би оказала различно въздействие върху различните категории инвеститори.

От допитванията, проведени с избрани институционални инвеститори, е видно, че ползите биха били ограничени, тъй като тези инвеститори и в момента извършват задълбочено оценяване на кредитоспособността въз основа на съществуващи информационни източници. Благодарение на извършваното фискално и макроикономическо наблюдение вече разполагаме с цялата необходима информация за оценяване на кредитоспособността на държавите и другите суверенни субекти в ЕС. Европейската оценка на кредитоспособността би осигурила само допълнителни изходни данни за използване в системата им за оценяване на кредитния риск. Освен това участвалите в допитването институционални инвеститори, извършващи вложения на световния пазар на държавни ценни книжа, предпочитат данните да бъдат съпоставими на световно равнище, а не само в рамките на ограничен географски район като ЕС. Такава информация вече се предоставя от международни институции, като

³⁰ Financial Stability Board (Съвет за финансова стабилност), Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, на разположение на: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_140512.pdf.

Международния валутен фонд (МВФ)³¹, Световната банка (СБ)³² и Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР)³³.

От допитванията до по-малките инвеститори е видно, че при определени обстоятелства те биха могли да извлекат ползи от европейската оценка на кредитоспособността, ако тя може да доведе до намаляване на усилията за събиране и анализиране на цялата налична информация, която е необходима. Макар че за тях е полезна прозрачността, осигурена благодарение на новите изисквания за фискално и макроикономическо наблюдение в ЕС, способността им да обработват тази информация е ограничена.

Въпреки това при сегашните условия европейската оценка на кредитоспособността би създала малка добавена стойност спрямо съществуващата информация, осигурявана чрез фискалното и макроикономическото наблюдение, особено в сравнение с разходите за създаване на такава европейска оценка.

В) Въздействие върху конкуренцията сред агенциите за кредитен рейтинг

Ако се създаде истинска европейска оценка на кредитоспособността, изготвящата я организация би могла да бъде публичен конкурент на съществуващите обществени и частни информационни източници. Тя би представлявала косвено предизвикателство пред съществуващите АКР и би конкурирала съществуващите частни организации, събиращи и обобщаващи информация за инвеститорите. Освен това тази оценка би представлявала алтернатива на някои икономически изследвания за европейските държави и други суверенни субекти, извършвани от международни публични институции, като МВФ, СБ и ОИСР.

3. Заключение за целесъобразността на създаването на оценка на кредитоспособността на равнище ЕС

Европейската оценка на кредитоспособността би оказала неголямо въздействие върху усилията за ограничаване на използването на рейтингите на държавните дългови инструменти, тъй като най-вероятно би дублирала съществуващата информация. Освен това, ако не се осъществява и контролира правилно, би могла да създаде риск от прекомерно използване на нова алтернатива, ако инвеститорите разчитат само на нея.

³¹ Например докладите на МВФ по страни са на разположение на: <http://www.imf.org/external/country/index.htm>; Други статистически данни на МВФ за ключови икономически показатели на световно равнище, които може да се използват за оценяването на кредитоспособността на държавите и другите суверенни субекти, има на: <http://www.imf.org/external/data.htm>.

³² Например статистически данни на СБ за държавните дългове има на: <http://data.worldbank.org/data-catalog/international-debt-statistics>;

³³ Например изготвяните от ОИСР сведения за икономическите перспективи, достъпни на адрес <http://www.oecd.org/eco/economicoutlook.htm>, и изследванията и статистическите данни на ОИСР за публичните финанси и държавните дългове, достъпни на адрес <http://www.oecd.org/eco/public-finance/>.

Освен това от допитванията до избрани инвеститори е видно, че европейската оценка на кредитоспособността не би довела до съществено повишаване на равнището на информацията, с която разполагат институционалните инвеститори. Тези инвеститори имат достатъчно информация, получавана от частни и публични източници. Тази информация бе допълнително подобрена чрез новата система за фискално и макроикономическо наблюдение над държавите членки в рамките на европейския семестър. За по-малките инвеститори, които също извличат ползи от механизма за наблюдение, европейската оценка на кредитоспособността би могла да бъде полезна чрез намаляване на усилията им за провеждане на изследвания. Тяхната способност да използват този информационен механизъм обаче е ограничена. Накрая, европейската оценка на кредитоспособността би се конкурирала със съществуващите частни доставчици на информация, в т.ч. с АКР.

Въз основа на всички относими фактори може да се заключи, че на този етап въвеждането на европейска оценка на кредитоспособността във връзка с държавния дълг не изглежда нито пропорционално, нито целесъобразно, когато се съпоставя с потребностите на инвеститорите и с целта за прекратяване на прекомерното използване на външни кредитни рейтинги. Затова Комисията няма да започне разработването и въвеждането на такава европейска оценка на кредитоспособността във връзка с държавния дълг. Все пак Комисията ще продължи да проучва възможните алтернативни източници на леснодостъпна информация за задоволяване на потребностите на по-малките инвеститори, както е разяснено в следващия раздел.

VI. Алтернативни действия

Въпреки че Европейската комисия разпространява в широк мащаб икономически и бюджетни данни за държавите членки, по-малките инвеститори може да срещат затруднения при оценяването на кредитоспособността във връзка с държавния дълг поради ограничените си способности да обработват тази информация. За преодоляването на този проблем би могло да се помисли за други мерки, насочени към информационните потоци, които са необходими за оценяване на кредитоспособността.

Комисията ще продължи да проучва следните мерки:

1. Внедряване на международните стандарти за прозрачност

Първо, може да се помисли за въвеждането от страна на държавите членки на най-добрите международни практики за предоставяне на информация за държавните дългове и издаването на държавни дългови инструменти. Чрез по-голяма хармонизация въз основа на международните стандарти би могло да се намалят оставащите разлики между практиките на държавите членки за публикуване на информация. Това би могло да доведе до подобряване на общите информационни потоци за държавните дългове и издаването на държавни дългови инструменти, които са на разположение на инвеститорите. Всяко подобно действие би трябвало да допълва, а не да дублира съществуващата нормативна уредба за представянето

на статистически данни от държавите членки на служби като Евростат. След като бъдат завършени, констатациите на Работната група на ОИСР по прозрачността на статистическото отчитане на дълговете, операциите с дългове и политиката за публичните дългове³⁴ биха могли да послужат за основа на този анализ.

2. Разпространяване на най-добрите практики на държавите членки

Второ, Комисията ще проучи дали най-добрите практики, наблюдавани в някои държави членки, може да бъдат предадени на всички останали държави членки, за да се осигури по-добър достъп до националните данни за публичните дългове. Например някои държави членки осигуряват обществен достъп до специализирани национални бази данни, съдържащи подробна информация за непогасения им публичен дълг. Всички инвеститори и заинтересовани лица имат лесен и безплатен достъп до тези база данни.

3. Оптимизиране на публикуването на данни от Комисията

Накрая, на равнище ЕС има информация за икономическите и демографските показатели, която се публикува от Комисията посредством различни интернет страници и бази данни. Комисията би могла да оптимизира начина и мястото на публикуване на съществуващите данни, предавани от държавите членки.

³⁴ Hans J. Blommestein, Fatos Koc and Thomas Olofsson (eds.), (предстоящо издание, 2015 г.), *Recommendations on the Transparency of Debt Statistics, Debt Operations and Public Debt Policies* (Препоръки за прозрачността на статистическото отчитане на дълговете, операциите с дългове и политиката за публичните дългове), OECD Publishing.