



YTTRANDE
20 december 2011
Dnr. 6-27-11

Finansdepartementet
103 33 Stockholm

Yttrande om ”Grönbok om möjligheten att införa stabilitetsobligationer” (KOM(2011)818)

SAMMANFATTNING

- Konjunkturinstitutet bedömer att de alternativ till stabilitetsobligationer som listas i rapporten har små möjligheter att väsentligt lindra finansieringskrisen i euroområdet.
- De alternativ som både medför en lägre genomsnittlig finansieringskostnad och lägre räntor för statsfinansiellt svaga länder tar alltför lång tid att implementera för att de effektivt ska kunna påverka krisens utveckling.
- Det alternativ av stabilitetsobligationer som kan implementeras skyndsamt har en potential att lindra finansieringskrisen. På grund av ett svagt politiskt stöd kan de dock inte emitteras i tillräcklig utsträckning för att effekten på den finansiella stabiliteten ska bli påtaglig.

TRE TYPER AV STABILITETSOBLIGATIONER

Med en *stabilitetsobligation* avses en obligation där euroländerna delar de intäcks- och kostnadsflöden som är förenade med en (mer eller mindre) gemensamt garanterad emission. I rapporten listas tre huvudsakliga typer av stabilitetsobligationer.

1. Euroländerna utfärdar en gemensam garanti för de lån som tas. Nationella obligationer ersätts med stabilitetsobligationer fullt ut.
2. Euroländerna utfärdar en gemensam garanti för de lån som tas. Nationella obligationer ersätts med stabilitetsobligationer endast till en del.
3. Euroländerna garanterar endast sin egen del av lånet. Nationella obligationer ersätts med stabilitetsobligationer endast till en del.

Det första alternativet innebär att stabilitetsobligationen får en kreditvärdering i linje med de högst värderade länderna i euroområdet. Den genomsnittliga finansieringskostnaden i euroområdet faller därmed. Men framför allt innebär det att euroländer med svaga statsfinanser och därmed lägre kreditvärdering kan dra fördel av en lägre ränta. Skulle en sådan typ av stabilitetsobligation införas kan finansieringskrisen i euroområdet lindras. Ett potentiellt problem är emellertid att kreditrisker till följd av dålig budgetdisciplin delas av alla de länder som står bakom stabilitetsobligationen. Därmed uppstår incitament för länder att ägna sig åt en mer riskfylld hantering av finanspolitiken än vad de annars skulle ha gjort (så kallad *moral hazard*). En större samordning av finanspolitiken mellan euroländer kan motverka sådana tendenser. Det är också värt att notera att en gemensam garanti innebär att om ett euroland inte kan uppfylla sina betalningsåtaganden så går andra euroländer in och betalar i dess ställe. EU-fördraget förbjuder uttryckligen sådana räddningsaktioner. Introduktionen av en stabilitetsobligation med gemensam garanti måste därmed föregås av en ändring i EU-fördraget.

Det andra alternativet innebär att endast en del av varje eurolands skuldemissioner utgörs av stabilitetsobligationer. Resterande del finansieras som idag genom att varje land emitterar egna obligationer. Marknadsdisciplinen skulle med detta alternativ bli högre, jämfört med det första alternativet. Detta eftersom ett lands kreditvärdighet i större utsträckning återspeglas i de lånekostnader som det landet möter. Däremot blir effekten för länder med svaga statsfinanser och låg kreditvärdighet mindre, eftersom räntorna för dessa länder skulle falla mindre i detta alternativ jämfört med det första. Även denna typ av stabilitetsobligation är gemensamt garanterad och måste därmed föregås av en ändring i EU-fördraget.

Det tredje alternativet av stabiliseringsobligation kräver troligen ingen ändring av EU-fördraget innan den kan introduceras. I och med det är en skyndsam implementering möjlig. En annan avgörande skillnad är att i det tredje alternativet garanterar euroländerna endast sin egen del av lånet, medan de utfärdar en gemensam garanti i de andra två alternativen. Kreditvärdigheten blir med denna begränsade garanti som bäst ett vägt genomsnitt av de ingående euroländernas. Därmed kan räntan på stabilitetsobligationen bli ett genomsnitt av de räntor som varje land betalar om de istället enskilt tog upp nya lån på kreditmarknaden. Om så blir fallet innebär det att mindre kreditvärdiga länder kan göra vinster i termer av lägre räntor. Samtidigt balanseras de lägre räntorna av högre räntor för länder med hög kreditvärdighet. Lägre räntor för länder med låg kreditvärdighet skulle dock bidra till en högre grad av finansiell stabilitet än vad de högre räntorna för de kreditvärdiga länderna skulle urholka densamma. Detta förutsätter dock en viss mån av finanspolitisk samordning för att undvika de potentiella problem med moral hazard som kan uppstå. Den uppgörelse som nåddes mellan EU-länder i december 2011 aviserar förändringar i det finanspolitiska regelverket som går i den riktningen. Kan problemen med moral hazard hanteras kan samhällsekonomiska vinster nås med det tredje alternativets

stabilitetsobligation. De vinsternas omfattning är dock beroende av i vilken utsträckning stabilitetsobligationen tillåts ersätta nationellt emitterade obligationer.

**SMÅ MÖJLIGHETER ATT MED STABILITETSobligationER LINDRA
FINANSIERINGSKRISEN I EUROOMRÅDET**

Stabilitetsobligationer av typ 1 och 2 ovan kan, via lägre räntor för statsfinansiellt svaga länder, lindra den akuta finansieringskrisen i euroområdet. Båda typerna av stabilitetsobligationer bygger på att euroländerna gemensamt garanterar de betalningsåtaganden som följer av lånet. Sådana typer av garantier kan inte utfärdas om inte EU-fördraget ändras. Ändringar av EU-fördrag är normalt politiska processer som tar tid. Sannolikt gör därmed kravet på en fördragsändring att implementeringstiden är för lång för att gemensamt garanterade stabilitetsobligationer effektivt ska kunna påverka krisens utveckling.

Stabilitetsobligationer av typ 3 kan däremot införas skyndsamt. Konjunkturinstitutet bedömer dessutom att introduktionen av stabilitetsobligationer av typ 3 under vissa förutsättningar kan vara samhällsekonomiskt motiverad. Sannolikt kan räntorna till statsfinansiellt svaga länder pressas tillbaka med en sådan åtgärd. Visserligen stiger räntorna för kreditvärdiga länder, men den samlade effekten på den finansiella stabiliteten är troligen positiv. Den typen av stabilitetsobligationer kan därmed tjäna som ett instrument för att lindra finansieringskrisen i euroområdet.

Det är däremot troligt att den tredje typen av stabilitetsobligation saknar det politiska stöd som krävs för att emitteras i den utsträckning som behövs för att effekten på den finansiella stabiliteten ska bli påtaglig. Eftersom det alternativet i princip innebär en omfördelning från kreditvärdiga till mindre kreditvärdiga länder, utgör det ett exempel på en typ av åtgärd som stora kreditvärdiga länder i euroområdet hittills varit skeptiska till.

Beslut i detta ärende har fattats av generaldirektör Mats Dillén. Föredragande har varit Thomas Jonsson.

Mats Dillén
Generaldirektör

Thomas Jonsson
Tillförordnad enhetschef, enheten för
internationell och finansiell ekonomi