

**GRUPUL DE EXPERTI PRIVIND  
FONDUL DE RAMBURSARE A DATORIEI ȘI  
EUROBILLS**

Prezidat de  
Gertrude Tumpel-Gugerell

**RAPORT FINAL**

**31 martie 2014**

**GRUPUL DE EXPERTI PRIVIND  
FONDUL DE RAMBURSARE A DATORIEI ȘI  
EUROBILLS**

Gertrude Tumpel-Gugerell, Președintă

Agnès Bénassy-Quéré

Vítor Bento

Graham Bishop

Lex Hoogduin

Ján Mazák

Belén Romana

Ingrida Šimonytė

Vesa Vihriälä

Beatrice Weder di Mauro

**Secretariat**

Clemens Ladenburger, Secretar

Magdalena Lewandowska, Carsten Bermig

Alessio Silva

## Cuprins

I.	INTRODUCERE.....	6
II.	CONTEXTUL MAI LARG AL DEZBATERII PRIVIND EMISIUNEA COMUNĂ DE INSTRUMENTE DE DATORIE.....	8
II.1.	Un nou cadru consolidat pentru guvernarea economică și sectorul <i>financiar</i> .....	11
II.2.	Propuneri pentru emisiunea comună de instrumente de datorie și dezbaterile privind perspectivele pe termen mai lung pentru UEM .....	15
III.	OBIECTIVELE EMISIUNII COMUNE DE INSTRUMENTE DE DATORIE PUBLICĂ .....	19
III.1.	Integrarea financiară și politica monetară .....	19
III.2.	Sustenabilitatea finanțelor publice și stabilitatea financiară .....	22
IV.	IDEEA FONDULUI ȘI A PACTULUI DE RAMBURSARE A DATORIEI: CONCEPT, AVANTAJE, RISCURI .....	24
IV.1.	Caracteristici de bază și variante conceptuale ale DRF/P .....	24
IV.1.1.	Conceptul de bază al DRF/P, astfel cum a fost elaborat de GCEE 24	
IV.1.2.	Structura de garantare.....	27
IV.1.3.	Dimensiunea globală a fondului și structura acestuia .....	29
IV.1.4.	Participarea în calitate de membru .....	30
IV.1.5.	Flexibilitate în etapa de rambursare .....	31
IV.1.6.	Majorări 31	
IV.1.7.	Aspecte legate de administrarea datoriei.....	31
IV.2.	Analiza avantajelor unui DRF/P în ceea ce privește caracterul adecvat pentru/capacitatea de a atinge diferitele obiective.....	32
IV.2.1.	Sustenabilitatea finanțelor publice și stabilitatea financiară .....	32
IV.2.2.	Integrarea financiară și politica monetară .....	34
IV.2.3.	Completarea cadrului de guvernare economică al UE .....	34
IV.3.	Posibile efecte economice și financiare nefavorabile și riscuri ale unui DRF/P 34	
V.	IDEEA <i>EUROBILLS</i> : CONCEPT, AVANTAJE, RISCURI .....	36
V.1.	Caracteristici de bază și variante conceptuale ale <i>eurobills</i> .....	37
V.1.1.	Structura de garantare.....	37
V.1.2.	Scadențele acoperite .....	39
V.1.3.	Participarea în calitate de membru .....	40
V.1.4.	Durata .....	42
V.1.5.	Aspectele tehnice ale emisiunii .....	42

V.1.6.	Aspecte legate de administrarea datoriei .....	43
V.1.7.	Funcțiile unei scheme de eurobills: un instrument simplu de finanțare publică sau un instrument cu o funcție - suplimentară sau alternativă - de prevenire a crizelor .....	44
V.2.	Analiza avantajelor <i>eurobills</i> în ceea ce privește caracterul adecvat pentru a atinge diferitele obiective .....	45
V.2.1.	Integrarea financiară și politica monetară .....	45
V.2.2.	Sustenabilitatea finanțelor publice și stabilitatea financiară .....	46
V.2.3.	Completarea cadrului de guvernanță economică al UE .....	48
V.3.	Posibile efecte economice și financiare nefavorabile și riscuri ale <i>eurobills</i> .....	49
VI.	RISCURILE DE HAZARD MORAL ȘI MODALITĂȚILE DE COMBATERE A ACESTORA .....	50
VI.1.	Partajarea riscurilor și hazardul moral: cadru conceptual .....	50
VI.2.	Modalități posibile de limitare a hazardului moral asociat cu emisiunea comună de instrumente de datorie sub forma unui DRF/P sau a <i>eurobills</i> .....	51
VI.2.1.	Condiții ex ante: restrângerea eligibilității pentru participare .....	51
VI.2.2.	Condiții ex ante: o perioadă de probă .....	52
VI.2.3.	Constrângeri politice asupra politicilor bugetare și economice ale statelor membre: controlul ex post și/sau competențele ex ante	53
VI.2.4.	Garanțiile reale și îmbunătățirea calității creditului .....	55
VI.2.5.	Măsuri de stimulare — reacții, sancțiuni și recompense financiare	56
VI.2.6.	Suspendarea sau excluderea din schemă în cazul neconformității .....	57
VI.2.7.	Disciplina de piață .....	57
VI.2.8.	Restructurarea datoriilor ca posibilitate pe termen lung .....	59
VI.3.	Hazardul moral și soluțiile posibile, în cazurile specifice ale unui DRF/P și ale <i>eurobills</i> .....	60
VI.3.1.	Hazardul moral și soluțiile posibile, în cazul specific al unui DRF/P	60
VI.3.2.	Hazardul moral și soluțiile posibile, în cazul <i>eurobills</i> .....	61
VI.4.	Concluzie .....	62
VII.	ASPECTE JURIDICE ALE EMISIUNII COMUNE DE INSTRUMENTE DE DATORIE SUB FORMA UNUI DRF/P SAU A <i>EUROBILLS</i> .....	63
VII.1.	Cerințele legale și limitele care decurg din tratatele actuale ale UE .....	63
VII.1.1.	Cerințe de fond care decurg din articolul 125 din TFUE („clauza no bail-out”) .....	63
VII.1.2.	Cerințe de fond care decurg din interdicția privind finanțarea monetară (articolul 123 din TFUE) .....	67
VII.1.3.	Aspecte privind competența pentru instituirea unui DRF/P sau a unei scheme de eurobills și pentru adoptarea de măsuri	

complementare de limitare a hazardului moral: prin legislația UE sau la nivel interguvernamental?.....	67
VII.2. Aspecte legate de constituțiile naționale și în special de autonomia bugetară a parlamentelor naționale.....	73
VII.3. Caracteristici conceptuale posibile ale instrumentelor juridice necesare pentru introducerea unui DRF/P sau a <i>eurobills</i> .....	75
VIII. LEGITIMITATEA ȘI RESPONSABILITATEA DEMOCRATICĂ ÎN CAZUL INTRODUCERII UNUI DRF/P SAU A <i>EUROBILLS</i> .....	75
VIII.1. Principalele elemente ale dezbaterii .....	75
VIII.2. Cadrul dezbaterilor privind legitimitatea.....	76
VIII.2.1. Observații privind conceptele utilizate.....	76
VIII.2.2. Legitimitatea democratică actuală în UE, în special în domeniul guvernancei economice.....	77
VIII.2.3. Principii generale care orientează reflecția.....	78
VIII.3. Analiza problemei: aspecte legate de introducerea unui DRF/P sau a <i>eurobills</i> care determină noi provocări legate de legitimitatea și responsabilitatea democratică .....	79
VIII.3.1. Deciziile de instituire a unui DRF/P sau a <i>eurobills</i> și aspecte privind caracteristicile conceptuale și funcționarea .....	80
VIII.3.2. Gestionarea curentă a DRF/P sau a schemei de <i>eurobills</i> .....	81
VIII.3.3. Probleme de responsabilitate legate de transferarea unor competențe complementare în domeniul politicilor bugetare și economice, în vederea evitării hazardului moral.....	81
VIII.4. Probleme în materie de eficiență și de responsabilitate ale modelelor bazate pe o construcție pur interguvernamentală .....	81
VIII.5. Modele posibile de asigurare a răspunderii democratice în cazul instituirii unui DRF/P sau a <i>eurobills</i> .....	83
VIII.5.1. Provocarea: asigurarea legitimității parlamentare atât la nivel european, cât și la nivel național, fără a amesteca aceste două niveluri .....	83
VIII.5.2. Garantarea legitimității prin modificarea tratatelor UE.....	84
VIII.5.3. Un posibil model pentru garantarea legitimității unui DRF/P.....	84
VIII.5.4. Un posibil model pentru garantarea legitimității unei scheme de <i>eurobills</i> .....	85
VIII.5.5. Adaptări instituționale menite să optimizeze legitimitatea democratică la nivel european .....	86
IX. CONCLUZII .....	88

## I. INTRODUCERE

1. Ca urmare a angajamentului asumat la 12 martie 2013 în fața Parlamentului European ca parte a acordului global asupra pachetului privind supravegherea și monitorizarea bugetare („pachetul de două”), Comisia Europeană a înființat, în iulie 2013, Grupul de experți privind fondul de rambursare a datoriei și *eurobills*. În declarația sa din 12 martie 2013, Comisia a stabilit mandatul grupului de experți după cum urmează:

*„Comisia va institui un grup de experți pentru a aprofunda analiza privind posibilele avantaje, riscuri, cerințe și obstacole legate de substituirea parțială a emisiunii la nivel național de titluri de creanță cu emisiunea comună sub forma unui fond de rambursare și a euroobligațiunilor. Grupul va avea sarcina de a evalua cu atenție posibilele caracteristici ale acestor instrumente în ceea ce privește dispozițiile legale, arhitectura financiară și cadrul complementar economic și bugetar necesar. Responsabilitatea democratică va fi unul dintre aspectele centrale care vor fi luate în considerare. Grupul va lua în considerare reforma în curs a guvernancei economice și bugetare europene și va evalua valoarea adăugată a unor astfel de instrumente în acest context. El va acorda o atenție deosebită reformelor recente sau aflate în curs, cum ar fi punerea în aplicare a „pachetului de două”, a Mecanismului european de stabilitate (MES) și a oricăror alte instrumente relevante. În cadrul analizei sale, grupul va acorda o atenție deosebită sustenabilității finanțelor publice, evitării hazardului moral, precum și altor aspecte centrale, cum ar fi stabilitatea financiară, integrarea fiscală și transmiterea politicii monetare.”*

2. Astfel cum reiese din cuprinsul acestui mandat, sarcina încredințată de Comisie grupului de experți a fost una de examinare și de analiză aprofundată. Obiectul de studiu al grupului de experți a fost definit prin trimitere la două idei distincte privind emisiunea comună parțială de instrumente de datorie publică, care au apărut începând din 2011 în discuțiile privind combaterea crizei din zona euro și modelarea viitorului UEM. Acestea sunt: ideea unui fond și a unui pact de rambursare a datoriei (DRF/P), pe de o parte, și cea a „*eurobills*” - cu alte cuvinte, o schemă de emisiune comună de titluri de stat pe termen scurt - pe de altă parte.
3. Grupul de experți a fost înființat în iulie 2013 și a deliberat pe durata a 10 zile de reuniune. Pe baza unei foi de parcurs adoptate cu ocazia primei sale reuniuni<sup>1</sup>, grupul a depus eforturi pentru a-și îndeplini sarcina de a „aprofunda analiza privind posibilele avantaje, riscuri, cerințe și obstacole” ale acestor două idei, prin abordarea diverselor aspecte tematice menționate în mandat. Acest lucru se reflectă în cele 7 capitole din prezentul raport - începând de la contextul mai larg al dezvoltării UEM și principalele posibile obiective ale emisiunii comune, trecând printr-o prezentare detaliată a principalelor aspecte și opțiuni conceptuale ale unui DRF/P și

---

<sup>1</sup> <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=9669&no=6>.

ale *eurobills* și o evaluare a avantajelor și riscurilor fiecăruia, inclusiv a hazardului moral, și până la o analiză a fezabilității juridice, precum și o discuție privind responsabilitatea democratică. Ultimul capitol conține concluziile grupului de experți.

4. Trebuie subliniat că mandatul grupului de experți nu a inclus elaborarea unui calendar pentru emisiunea comună de instrumente de datorie în zona euro sau elaborarea de propuneri sau recomandări în materie de politică. Grupul de experți a respectat îndeaproape limitele inerente mandatului său: raportul analizează amănunțit cele două idei, prezintă principalele opțiuni posibile, examinează aspectele legate de fezabilitatea economică și juridică și evaluează avantajele și riscurile. Această analiză cuprinde în mod necesar și evidențierea avantajelor anumitor opțiuni conceptuale pentru cele două scheme de emisiune comună, excluzând sau descurajând, în același timp, alte opțiuni. Raportul ar trebui să le ofere, astfel, factorilor de decizie un material bogat și sfaturi utile dacă și în momentul în care schemele de emisiune comună vor fi luate în considerare la nivel politic.
5. Cu toate acestea, în conformitate cu mandatul, raportul nu validează, explicit sau implicit, niciuna dintre cele două idei de emisiune comună a instrumentelor de datorie și nici nu propune vreun model conceptual concret pentru măsurile subsecvente de natură politică. Într-adevăr, grupul de experți recunoaște că schemele de emisiune comună de instrumente de datorie, inclusiv cele două idei pe care i s-a solicitat să le studieze, fac parte dintr-o gamă mai largă de idei de politică posibile pentru dezvoltarea în continuare a UEM. Sarcina de a realiza o evaluare globală a tuturor acestor idei, de a le cântări avantajele și riscurile comparative și, în cele din urmă, de a decide asupra priorităților și a succesiunii cronologice va reveni instituțiilor politice din UE și din statele membre ale acesteia. Tot factorilor de decizie le va reveni și sarcina de a lua în considerare influența potențială a celor două scheme de emisiune comună asupra direcției generale pe termen lung a UEM.
6. Deși a pus la dispoziție cifre acolo unde a fost posibil, de exemplu, cu privire la dimensiunile unui fond comun în cadrul diferitelor opțiuni conceptuale, grupul de experți s-a abținut să avanseze estimări cantitative ale efectelor financiare ale unei posibile emisiuni comune viitoare asupra costurilor de finanțare a datoriei publice, dată fiind complexitatea stabilirii prețurilor pe piață în viitor. Analiza economică prevăzută în prezentul raport se concentrează, prin urmare, asupra evaluării calitative a avantajelor și a riscurilor efectuate de Experți<sup>2</sup>, pe baza cunoștințelor de specialitate și a experienței lor.
7. Abordarea urmată de grupul de experți este prezentată mai în detaliu în metodele de lucru ale acestuia, adoptate cu ocazia primei reuniuni a grupului<sup>3</sup>.
8. Prezentul raport reflectă exclusiv opiniile și evaluările personale ale celor zece membri<sup>4</sup>, care au fost numiți în cadrul acestui grup în nume propriu. Opiniile

---

<sup>2</sup> În prezentul raport, termenul „Experți” (cu majuscule) se referă la membri ai grupului de experți.

<sup>3</sup> <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=9668&no=5>.

conținute în prezentul document nu pot fi atribuite Comisiei Europene sau oricărui alt organism sau entitate.

9. **Grupul de experți a ajuns la următoarele concluzii generale:** Atât un DRF/P cât și *eurobills* ar avea avantaje în ceea ce privește stabilizarea piețelor datoriei publice, sprijinirea transmiterii politicii monetare, promovarea stabilității și a integrării financiare, chiar dacă în moduri diferite și cu implicații pe termen lung diferite. Aceste avantaje sunt cuplate cu riscuri economice, financiare și cu riscuri de hazard moral, compromisurile depinzând de diferitele opțiuni conceptuale. Având în vedere experiența foarte limitată în ceea ce privește cadrul de guvernare economică reformat al UE, s-ar putea considera că este mai prudent să se strângă mai întâi dovezi privind eficiența acestei guvernante înainte de a lua vreo decizie privind schemele de emisiune comună. În absența modificării tratatului UE, schemele de emisiune comună ar putea fi instituite numai într-o formă *pro rata* și - cel puțin în cazul DRF/P - numai printr-o construcție pur interguvernamentală care pune probleme de responsabilitate democratică. Ar fi necesare modificări ale tratatului pentru a ajunge la scheme de emisiune comună care să includă răspunderea solidară, anumite forme de protecție împotriva hazardului moral și o atenție corespunzătoare acordată legitimității democratice.
10. Grupul de experți își exprimă speranța că prezentul raport va fi considerat o bază utilă pentru o discuție suplimentară cu privire la emisiunea comună de instrumente de datorie și o contribuție oportună, focalizată, analitică la o dezbatere politică mai largă, care este în continuare necesară, cu privire la principalele căi de urmat pentru dezvoltarea viitoare a UEM.

## II. CONTEXTUL MAI LARG AL DEZBATERII PRIVIND EMISIUNEA COMUNĂ DE INSTRUMENTE DE DATORIE

11. Dezbaterea în jurul emisiunii comune de instrumente de datorie publică în zona euro trebuie să fie percepută în contextul mai larg al dezvoltării uniunii economice și monetare (UEM), încă de la începuturile sale.
12. Crearea UEM și introducerea monedei euro au fost etape de referință ale integrării europene. Moneda unică a devenit un simbol al integrării europene, alături de realizarea liberei circulații a persoanelor, a bunurilor, a serviciilor și a capitalurilor în UE și a păcii în Europa. În calitate de a doua mare valută de rezervă din lume, moneda euro face parte integrantă din economia mondială.
13. În același timp, UEM nu îndeplinește toate criteriile unei uniuni monetare optime. Actualul cadru al UEM combină o politică monetară centralizată cu dependența de politici bugetare naționale descentralizate supuse supravegherii la nivel european pe baza unor norme. Combaterea șocurilor asimetrice specifice fiecărei țări în cadrul UEM este alocată politicilor bugetare naționale, de exemplu prin intermediul sistemelor fiscale și de securitate socială, care joacă rolul de stabilizatori automați.

---

<sup>4</sup> Doamna profesor Claudia Buch a decis să demisioneze din grupul de experți din motive personale.



Normele Pactului de stabilitate și de creștere (PSC)<sup>5</sup> permit stabilizatorilor automați să își îndeplinească rolul, în cadrul a ceea ce este cunoscut drept deficitul bugetar ajustat ciclic. Dacă nivelurile totale ale datoriei pun deja în pericol sustenabilitatea acesteia, acești stabilizatori nu mai pot fi eficace. Nici rata de schimb și nici instrumentele de politică monetară nu pot fi utilizate pentru a reacționa la șocuri specifice fiecărei țări. Actualul cadru de guvernare economică a zonei euro nu conține o capacitate bugetară centrală. În plus, cadrul de guvernare, în forma sa anterioară crizei economice și financiare, se baza, în esență, pe norme bugetare comune stabilite în PSC, în combinație cu un număr limitat de instrumente de supraveghere și o coordonare insuficientă a politicilor economice naționale, inadecvată pentru a preveni acumularea de vulnerabilități economice și deficiențe structurale în anumite state membre și în zona euro în ansamblu.

14. Mai exact, la nivelul guvernării economice din perioada anterioară crizei și al punerii în aplicare a acesteia au apărut următoarele lacune majore: în primul rând, PSC nu dispunea de mecanisme eficace care să asigure sustenabilitatea finanțelor publice și să intervină într-un stadiu suficient de timpuriu; în al doilea rând, convergența pronunțată a randamentelor titlurilor de stat din zona euro și presiunea redusă a pieței rezultată în urma acesteia, în ciuda diferențelor majore în ceea ce privește performanțele bugetare, au diminuat, în cazul anumitor state membre, stimulentele pentru a adopta măsuri de politică adecvate; în al treilea rând, supravegherea reformelor structurale definite în Strategia de la Lisabona în vederea consolidării competitivității a fost limitată; eventualele efecte de propagare ale piețelor financiare și ale măsurilor de politică economică națională din cadrul UEM nu au fost analizate în mod sistematic; în sfârșit, absența unui cadru integrat la nivelul UE privind supravegherea sectorului financiar și a unui mecanism care să combată posibilele efecte de propagare negative generate de sectorul financiar asupra altor țări a condus la apariția, în țările vulnerabile, a unor spirale de reacție negative între sistemul financiar și entitățile suverane. S-a produs o inversare a integrării financiare pe piața internă - un aspect foarte grav al crizei. Sistemul actual de reglementare pentru bănci cuprinde stimulente pentru investițiile în titluri de stat, însă problemele băncilor din anumite state membre sunt legate și de deficiențele competitive ale economiei țărilor respective.
15. Criza economică și financiară a scos în evidență slăbiciunile unei UEM incomplet concepute. Mai multe state membre s-au confruntat cu o criză a datoriei suverane atunci când spreadurile au atins niveluri record la sfârșitul anului 2011 și la începutul anului 2012, reflectând probabilitățile de nerambursare percepute și o reorientare spre alți emitenți suverani percepuți ca fiind „cele mai sigure refugii”. Acest lucru este evidențiat în graficele din anexa 1.
16. Unele state membre din zona euro se confruntă în prezent cu o îndatorare excesivă substanțială, parțial acumulată încă dinainte, în urma unor politici bugetare și economice imprudente, dar care s-a amplificat în urma crizei financiare din 2008 și a necesității de a recapitaliza urgent băncile și de a face față efectelor sociale ale acestei crize extraordinare. Într-adevăr, criza a avut efecte asimetrice considerabile asupra statelor membre din zona euro, datorate inclusiv schimbării bruște a

---

<sup>5</sup> Toate textele juridice și orientările relevante poate fi consultate la adresa:  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/legal\\_texts/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/legal_texts/index_en.htm).

percepției investitorilor internaționali în ceea ce privește unele economii. În plus, autoritățile europene au recomandat, la momentul respectiv, o utilizare activă a bugetelor naționale pentru a contracara efectele recesioniste declanșate de criză la nivelul economiilor europene. La rândul său, recesiunea care a urmat a extins deficitele bugetare rezultate, prin intervenția stabilizatorilor automați. În pofida deficiențelor menționate la punctele 5-7 de mai sus, tensiunile de pe piețele titlurilor de stat au crescut în timpul crizei, cu implicații sistemice dificil de evitat sau de inversat într-un interval de timp scurt. În consecință, ponderea datoriei publice în PIB a statelor membre din zona euro a crescut cu aproape o treime în ultimii cinci ani și, în unele țări, a crescut de peste două ori.

17. Criza fără precedent a determinat UE ca, începând din 2010, să urmărească reforma cadrului de guvernare economică (a se vedea secțiunea II.1 de mai jos). Liderii politici, societatea civilă și mediul academic au elaborat atât perspective pe termen lung pentru dezvoltarea UEM cât și diverse scheme pentru emisiunea comună de instrumente de datorie (a se vedea secțiunea II. 2 de mai jos).

## **II.1. Un nou cadru consolidat pentru guvernarea economică și sectorul financiar**

### *Supravegherea politicilor economice și bugetare*

18. În prezent, diferitele componente ale procedurilor de supraveghere economică, bugetară și structurală sunt integrate complet în semestrul european - ciclul anual de supraveghere și coordonare a politicii economice al UE. În acest cadru, Comisia analizează politicile economice naționale pe parcursul primelor șase luni ale fiecărui an calendaristic și, ulterior, sunt emise recomandări specifice fiecărei țări, de care statele membre urmează să țină seama în a doua jumătate a anului.
19. Primul pachet legislativ din 2011 menit să consolideze guvernarea economică („pachetul privind guvernarea economică” sau „pachetul de șase”)<sup>6</sup> a introdus o nouă procedură privind dezechilibrele macroeconomice (PDM) pentru a detecta dezechilibrele și evoluțiile în materie de competitivitate în statele membre într-un stadiu incipient și pentru a evalua potențialele efecte de propagare ale acestora. Procedura este susținută de dispoziții de asigurare a respectării, sub forma unor sancțiuni financiare pentru statele membre din zona euro care nu iau măsurile corective recomandate de Consiliu.
20. „Pachetul de șase” a consolidat, de asemenea, PSC prin introducerea unei reguli de cheltuieli și posibilitatea aplicării de sancțiuni într-un stadiu incipient al procedurii. Aceasta presupune instrumente mai puternice de asigurare a respectării regulilor pentru țările cu un deficit excesiv și un nivel excesiv al datoriei, inclusiv printr-o nouă regulă a majorității calificate inverse.
21. Următoarea etapă în reforma guvernării economice a fost Tratatul interguvernamental privind stabilitatea, coordonarea și guvernarea în cadrul uniunii economice și monetare (TSCG)<sup>7</sup>. În cadrul acestui tratat, statele membre semnatare din zona euro s-au angajat să integreze principiile de bază ale PSC în ordinea lor juridică națională. De asemenea, acestea vor înființa mecanisme de corecție naționale, supravegheate de un organism de monitorizare independent, pentru a asigura respectarea PSC.
22. Al doilea pachet legislativ privind reforma guvernării („pachetul de două”)<sup>8</sup> a intrat în vigoare în mai 2013. Acesta obligă statele membre din zona euro să prezinte Comisiei proiectele lor de planuri bugetare anuale pentru anul următor înainte de adoptarea în parlament. Comisia examinează aceste planuri și emite avize. Avizele nu sunt obligatorii din punct de vedere juridic, cel mai puternic instrument de care dispune Comisia fiind să solicite revizuirea planului (ceea ce nu ar întârzia procedurile de adoptare pe plan național). Comisia a efectuat acest

---

<sup>6</sup> Jurnalul Oficial L 306 din 23 noiembrie 2011.

<sup>7</sup> Semnat de toate statele membre ale UE, cu excepția Republicii Cehe, a Croației și a Regatului Unit. [http://www.european-council.europa.eu/media/639164/18\\_-\\_tscg.ro.12.pdf](http://www.european-council.europa.eu/media/639164/18_-_tscg.ro.12.pdf)

<sup>8</sup> Regulamentele (UE) nr. 472/2013 și (UE) nr. 473/2013.

exercițiu pentru prima dată în noiembrie 2013, ocazie cu care nu a solicitat niciunui stat membru să își mai prezinte o dată planul bugetar<sup>9</sup>.

23. În 2013, UE a continuat să își alinieze politica de coeziune cu noul cadru de guvernare economică. Conform noilor norme privind programele de finanțare ale UE pentru perioada 2014-2020, politica de coeziune a statelor membre trebuie să abordeze reformele relevante identificate în recomandările specifice fiecărei țări din cadrul semestrului european<sup>10</sup>. Dacă este necesar, Comisia poate solicita statelor membre să modifice programele în vederea sprijinirii reformelor structurale esențiale. În cazul nerespectării deciziilor Consiliului adoptate în cadrul PSC sau al PDM, Comisia poate - și în anumite cazuri trebuie - să propună Consiliului suspendarea angajamentelor și chiar a plăților, acesta hotărând prin vot cu majoritate calificată inversă<sup>11</sup>.
24. În sfârșit, în decembrie 2013, Consiliul European<sup>12</sup> a discutat un sistem de acorduri contractuale convenite de comun acord și de mecanisme de solidaritate asociate acestora, integrat în semestrul european, menit să faciliteze și să sprijine reformele realizate de statele membre în domenii care sunt fundamentale pentru creștere, competitivitate și locuri de muncă și sunt esențiale pentru buna funcționare a UEM. Consiliul European își propune să ajungă la un acord global pe această temă în octombrie 2014.

#### *Uniunea bancară și reglementarea sectorului financiar*

25. UE a lansat un calendar ambițios și substanțial de reformă financiară. Scopul este de a face ca instituțiile și piețele financiare să devină mai reziliente și de a elimina spiralele de reacție dintre bănci și entitățile suverane și reciproc. De la înființarea, în 2010, a unui sistem european de supraveghere financiară compus din trei autorități de supraveghere și un organism de supraveghere macroprudentială<sup>13</sup>, un element major al acestei agende de reformă constă în crearea unei „uniuni bancare”, compusă din mecanisme centralizate unice pentru supravegherea și restructurarea băncilor, care va fi indispensabilă pentru a asigura stabilitatea financiară și creșterea economică în zona euro. Principalele elemente sunt următoarele:

---

<sup>9</sup> A se vedea Regulamentul (UE) nr. 473/2013. Regulamentul (UE) nr. 472/2013 oficializează procedurile de monitorizare și supraveghere pentru statele membre din zona euro care fac obiectul unor programe de ajustare macroeconomică.

<sup>10</sup> Articolul 23 din Regulamentul (UE) nr. 1303/2013 al Parlamentului European și al Consiliului din 17 decembrie 2013; JO L 347, 20.12.2013, p. 320.

<sup>11</sup> În perioada bugetară anterioară a fost în vigoare un mecanism mai limitat, aplicabil numai Fondului de coeziune. Acesta s-a aplicat o singură dată în 2012.

<sup>12</sup> [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/RO/ec/140254.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/RO/ec/140254.pdf).

<sup>13</sup> Și anume Autoritatea Bancară Europeană (ABE), Autoritatea Europeană de Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA), Autoritatea Europeană Pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) și Comitetul european pentru riscuri sistemice (CERS), a se vedea JO L 331, 15.12.2010.

- (a) Mecanismul unic de supraveghere (MUS)<sup>14</sup> recent adoptat a fost un prim pas în acest sens. Începând din 2014, băncile europene vor fi supravegheate de către Banca Centrală Europeană. Pentru a facilita tranziția de la nivel național la nivel european, în 2014 vor fi realizate evaluări ale bilanțurilor, urmate de un exercițiu de simulare a crizelor realizat de Autoritatea Bancară Europeană (ABE).
  - (b) Directiva privind redresarea și rezoluția instituțiilor bancare, asupra căreia s-a ajuns la un acord politic în decembrie 2013<sup>15</sup>, va furniza un set de instrumente pentru rezoluția băncilor neviabile. Autoritățile vor avea la dispoziție, printre altele, prerogativa de a realiza recapitalizarea internă cu ajutorul acționarilor și al anumitor creditori, precum și posibilitatea de a transfera active către o bancă-punte. Soluționarea problemei datoriilor moștenite în cadrul bilanțurilor băncilor este de o importanță crucială pentru stabilitatea financiară.
  - (c) Al treilea pas către o uniune bancară integrată va consta în instituirea unui mecanism unic de rezoluție (MUR), inclusiv a unui fond unic de rezoluție<sup>16</sup>. Acest lucru va implica un proces centralizat de luare a deciziilor privind rezoluția băncilor și un fond unic de rezoluție (care urmează să fie constituit progresiv). Procedura legislativă ar trebui să se încheie în această legislatură.
  - (d) În plus, sunt în curs de elaborare măsuri menite să autorizeze MES să recapitalizeze băncile în mod direct, ca soluție de ultimă instanță, de îndată ce mecanismul unic de supraveghere va fi instituit, după finalizarea cadrului operațional și în urma procedurilor naționale necesare.
  - (e) Pentru a mări stabilitatea sectorului bancar, cerințele prudențiale pentru bănci au fost consolidate în cadrul celei de a patra Directive privind cerințele de capital<sup>17</sup> și al Regulamentului privind cerințele de capital (CRD4/CRR)<sup>18</sup>.
  - (f) În opinia anumitor experți, pe termen mai lung ar putea fi necesare măsuri suplimentare pentru a regândi stimulentele de reglementare în favoarea investițiilor în titluri de stat.
26. În linii mari, deși acest domeniu nu este acoperit de mandatul grupului de experți, este necesar să se sublinieze importanța uniunii bancare și a reglementării sectorului financiar pentru stabilitatea financiară și integrarea financiară din zona euro și din UE în ansamblu.

---

<sup>14</sup> JO L 287, 29.10.2013, p. 5.

<sup>15</sup> Comisia Europeană, MEMO/13/1140.

<sup>16</sup> COM(2013) 520 final.

<sup>17</sup> JO L 176, 27.6.2013, p. 338.

<sup>18</sup> JO L 176, 27.6.2013, p. 1.

### *Mecanismul european de stabilitate (MES)*

27. O componentă esențială a reacției la criză a fost dezvoltarea unui mecanism de soluționare a crizelor care să combată fragilitatea pieței financiare și să atenueze riscul de contagiune în rândul statelor membre.
28. În mai 2010, au fost instituite două mecanisme temporare de soluționare a crizelor: Mecanismul european de stabilizare financiară (MESF)<sup>19</sup> și Fondul european de stabilitate financiară (FESF)<sup>20</sup>. Deoarece criza a continuat, statele membre din zona euro au decis, în 2012, să creeze un mecanism permanent de soluționare a crizelor - Mecanismul european de stabilitate (MES)<sup>21</sup>; MESF și FESF sunt în curs de a fi eliminate treptat. MES prevede o barieră de protecție financiară în valoare de 500 de miliarde EUR și mobilizează fondurile necesare pentru asistența financiară acordată prin emiterea de titluri de datorie cu scadențe de până la 30 de ani. MES este un instrument interguvernamental cu o structură de garantare *pro rata*. Titlurile emise de MES sunt garantate prin capital vărsat în valoare de 80 de miliarde EUR și printr-o obligație irevocabilă și necondiționată ca statele membre participante la MES să contribuie la capitalul social autorizat (în total 700 de miliarde EUR), în conformitate cu o cheie de contribuție convenită. Mecanismele de soluționare a crizei au permis acordarea de asistență financiară unui număr de cinci state membre, în condiții stricte<sup>22</sup>. Instituirea MES permanent, împreună cu punerea în aplicare a guvernancei consolidate, a transmis semnale importante pentru stabilizare în zona euro. De asemenea, Tratatul privind MES impune includerea, începând de la 1 ianuarie 2013, a clauzelor de acțiune colectivă (CAC) în toate noile titluri de stat din zona euro cu scadențe de peste un an<sup>23</sup> - o inovație al cărei impact rămâne să fie evaluat.

### *Politica monetară*

29. În limitele mandatului său, BCE a luat măsuri importante pentru a controla criza financiară, în special prin reducerea ratelor de refinanțare oficiale aproape până la zero. De asemenea, BCE a modificat normele privind garanțiile reale, a lansat, în 2010, Programul privind piețele titlurilor de valoare<sup>24</sup> (SMP) (care între timp a încetat), și a oferit băncilor acces la operațiuni de refinanțare pe termen excepțional

---

<sup>19</sup> JO L 118 din 12.5.2010, p. 1. MESF este un instrument de sprijin financiar susținut prin resursele bugetului UE și care se bazează pe cadrul tratatelor existente.

<sup>20</sup> [http://www.efs.europa.eu/attachments/20111019\\_efs\\_framework\\_agreement\\_en.pdf](http://www.efs.europa.eu/attachments/20111019_efs_framework_agreement_en.pdf). FESF este o societate comercială deținută de statele membre din zona euro, înregistrată în Luxemburg, a cărei funcționare este reglementată de un acord interguvernamental. Capacitatea de creditare a FESF este susținută numai prin garanții oferite de statele membre participante și este accesibilă doar statelor membre din zona euro.

<sup>21</sup> [http://esm.europa.eu/pdf/esm\\_treaty\\_en.pdf](http://esm.europa.eu/pdf/esm_treaty_en.pdf)

<sup>22</sup> Grecia, Portugalia, Irlanda, Cipru și - în baza unei prevederi speciale limitate la sectorul bancar - Spania.

<sup>23</sup> Articolul 12 alineatul (3) din Tratatul privind MES. Clauzele de acțiune colectivă sunt clauze incluse în titlurile de stat care facilitează obținerea acordului creditorilor din sectorul privat în legătură cu o posibilă modificare a acestor titluri prin decizia majoritară a deținătorilor.

<sup>24</sup> <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>.

de lung<sup>25</sup> (LTRO) în trei tranșe, începând din 2011. În septembrie 2012, BCE și-a anunțat disponibilitatea de a realiza tranzacții monetare definitive<sup>26</sup> (TMD) pe piețele secundare ale titlurilor de stat. Obiectivul este de a proteja transmiterea corespunzătoare a politicii monetare și caracterul unic al politicii monetare. O condiție necesară pentru TMD este impunerea unor condiții stricte și eficace în cadrul juridic al unui program din cadrul MES (fie că este vorba despre un program complet de ajustare macroeconomică, fie despre un program preventiv, în măsura în care acesta prevede posibilitatea ca MES să facă achiziții pe piața primară). Tranzacțiile s-ar concentra pe titluri de stat cu scadența între unu și trei ani. Lichiditățile create ar urma să fie sterilizate în totalitate. BCE ar urma să își sisteze operațiunile dacă obiectivele ar fi atinse sau dacă s-ar constata nerespectarea programului de ajustare macroeconomică sau a programului preventiv.

### *Perspective*

30. Primele efecte ale noului cadru de guvernare economică pot fi observate în politicile naționale care urmăresc reformele structurale, consolidarea bugetară și stimulentele de creștere precis orientate. Guvernanța economică consolidată, combinată cu măsuri de politică monetară neconvenționale și un MES permanent, a contribuit la stabilitatea financiară. Acestea fiind spuse, activitățile privind anumite elemente de politică semnificative continuă și este nevoie de mai multă experiență în ceea ce privește punerea în aplicare și asigurarea respectării normelor pentru a evalua eficacitatea noii guvernări. Finalizarea uniunii bancare va reprezenta, de asemenea, un factor esențial care va contribui la stabilitatea sectorului financiar.

## **II.2. Propuneri pentru emisiunea comună de instrumente de datorie și dezbateră privind perspectivele pe termen mai lung pentru UEM**

31. Criza a determinat liderii politici, actorii societății civile și mediul academic să dezvolte diferite concepte generale pe termen lung pentru UEM și să propună diferite scheme posibile de emisiune comună a instrumentelor de datorie. În ceea ce privește emisiunea comună de instrumente de datorie, accentul s-a deplasat de mai multe ori: în timp ce înainte de criză schemele de emisiune comună fuseseră discutate ca o posibilă cale de continuare a integrării UEM, în 2011 acestea au fost propuse cu scopul concret de a readuce spreadurile extraordinare ale randamentelor la un nivel scăzut și de a stabiliza finanțele publice și piețele datoriei publice din zona euro. Între timp, după ce a trecut o anumită perioadă de la momentul de vârf al crizei, dezbateră acoperă și potențialele obiective suplimentare ale schemelor de emisiune comună, cum ar fi promovarea integrării financiare și sprijinirea transmiterii politicii monetare.

---

<sup>25</sup> [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html).

<sup>26</sup> Anunțul făcut de BCE: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120802.en.html#qa> - și privind caracteristicile tehnice ale TMD realizate de BCE - [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).

32. În 2011, Comisia a publicat o carte verde special dedicată emiterii comune de instrumente de datorie<sup>27</sup>, iar o serie de alte organisme, grupuri de reflecție și reprezentanți ai mediului academic au elaborat propuneri pe această temă. Ulterior, printre documentele generale propuse de actorii politici s-au aflat Comunicarea Comisiei „Proiect pentru o uniune economică și monetară profundă și veritabilă. Lansarea unei dezbateri la nivel european”<sup>28</sup> (denumită în continuare „proiectul”) și raportul „Către o veritabilă uniune economică și monetară”<sup>29</sup> elaborat de președintele Van Rompuy, în strânsă colaborare cu președinții Comisiei, Eurogrupului și BCE, ambele fiind lansate la sfârșitul anului 2012. De asemenea, pot fi menționate câteva contribuții importante din partea organismelor academice de consiliere guvernamentală sau a grupurilor de reflecție<sup>30</sup>. Multe dintre aceste documente și rapoarte generale discută și chestiunea emisiunii comune a instrumentelor de datorie. La fel cum unele dintre perspectivele pe termen lung diferă foarte mult între ele, și opiniile privind obiectivele eventualelor modele de emisiune comună a instrumentelor de datorie sunt diferite.
33. Pentru a ilustra acest lucru printr-un exemplu, poate fi suficient să se amintească, pe de o parte, viziunea pe termen lung din proiectul Comisiei și, pe de altă parte, pe cea din rapoartele elaborate de Consiliul german al experților economici (GCEE):
- (1) Proiectul Comisiei conturează viziunea unei integrări puternice pe termen lung în zona euro și distinge trei etape (pe termen scurt, mediu și lung) pentru a atinge acest obiectiv. Emisiunea parțial comună de instrumente de datorie printr-un DRF sau prin *eurobills* este menționată ca fiind o posibilă parte a etapei pe termen mediu care urmează să fie corelată cu măsuri suplimentare pentru consolidarea competențelor centrale în materie de politică bugetară și economică. Aceste elemente pe termen mediu ar deschide calea către un scenariu pe termen lung de uniune bugetară și economică deplină, cu un buget central și o capacitate bugetară care să îndeplinească o funcție de stabilizare, către o Uniune Europeană împuternicită să aplice impozite și/sau să obțină venituri prin îndatorare și către o veritabilă trezorerie a UEM (în cadrul Comisiei)<sup>31</sup>. Deja s-a stabilit că scenariul pe termen mediu necesită anumite

---

<sup>27</sup> Carte verde privind fezabilitatea introducerii obligațiunilor de stabilitate, COM(2011) 818 final. A se vedea, de asemenea, Rezoluția Parlamentului European din 16 ianuarie 2013 privind fezabilitatea introducerii obligațiunilor de stabilitate [2012/2028(INI)] adoptată în urma cărții verzi menționate.

<sup>28</sup> COM(2012) 777 final/2, 30.11.2012.

<sup>29</sup> [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf).

<sup>30</sup> Consiliul francez de analiză economică, *A three-stage plan to reunify the euro area*, martie 2013, și *Completing the euro – les notes du Conseil d'analyse économique*, nr. 3, aprilie 2013; Consiliul german al experților economici, Rapoartele economice anuale din 2011 și 2013; Pisany-Ferry, Vihriälä, Wolff, *Options for euroarea fiscal capacity. Policy contribution*, 2013, Brueghel; Tommaso Padoa-Schioppa Group, *Completing the Euro: A road map towards fiscal union in Europe*, iunie 2012, Glienicker Gruppe, *Towards a euro Union*, octombrie 2013; P. de Boissieu, T. de Bruijn, A. Vitorino, S. Wall, *Remaking Europe*, Synopia, septembrie 2013.

<sup>31</sup> Cu privire la ideea unei capacități bugetare, a se vedea și raportul elaborat de președintele Van Rompuy, în strânsă colaborare cu președinții Comisiei, Eurogrupului și BCE; Pisany-Ferry, Vihriälä, Wolff, ibidem. Document de lucru al FMI, *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, septembrie 2013, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1309.pdf>.



modificări ale tratatului, care ar putea fi mai substanțiale în cazul perspectivei pe termen lung. Mai mult, această viziune ar necesita un angajament ferm din partea guvernelor și a cetățenilor de a accepta transferarea unei părți mai mari a suveranității naționale în beneficiul unei integrări mai aprofundate, al stabilității monedei comune și al creșterii economice pe termen lung.

- (2) O viziune alternativă pe termen lung cu privire la UEM, astfel cum a fost propusă de GCEE, ar prevedea, în esență, o revenire la principiile cadrului de la Maastricht (anterior crizei) și la o cultură politică credibilă „*no-bail out*”<sup>32</sup>. Acest concept vizează evitarea mutualizării permanente. Un fond și un pact de rambursare a datoriei (DRF/P), utilizate ca schemă de emisiune comună de instrumente de datorie, ar reprezenta un instrument temporar pentru reducerea îndatorării excesive. Acesta ar funcționa ca o „punte bugetară” către o stare stabilă pe termen lung în care nu vor fi necesare acțiuni de salvare, iar datoriile nu vor fi mutualizate permanent, însă - conform GCEE - va exista un mecanism de restructurare a datoriei publice.
34. Astfel, schemele de emisiune comună a instrumentelor de datorie se pot înscrie în concepte foarte diferite pentru viitorul general îndepărtat al UEM și gradul de integrare din zona euro<sup>33</sup>. Diferitele scheme au inclusiv calendare distincte, mergând de la termen scurt până la termen mediu și lung. Ideea DRF/P (pentru definiția precisă a acestuia, a se vedea capitolul IV de mai jos) a fost propusă sub formă de emisiune comună temporară, deși pentru o perioadă considerabilă de timp, care să combată problema datoriei publice excesive moștenite în zona euro și să funcționeze ca o punte către o stare stabilă pe termen lung în cadrul căreia statele membre să își recâștige o autonomie bugetară credibilă și să respecte cu strictețe PSC. În schimb, *eurobills* (pentru definiția exactă a acestora, a se vedea capitolul V de mai jos), au fost concepute ca măsură de introducere a unui activ lichid și sigur, care să încurajeze o mai mare integrare financiară și să stabilizeze piețele datoriei publice, mai ales în perioadele de criză. Probabilitatea ca *eurobills* să devină un mecanism permanent de emisiune comună este mai mare decât în cazul unui DRF/P.
35. Prin urmare, deși cele două instrumente analizate în acest raport - un DRF/P și *eurobills* - nu predetermină neapărat deciziile viitoare privind gradul de integrare în UEM pe termen lung, introducerea acestora ar avea totuși implicații pe termen lung. Oricare dintre cele două scheme ar avea potențialul, în cazul în care ar fi introdusă, de a influența UEM să evolueze spre o anumită direcție generală pe termen lung. În conformitate cu mandatul grupului, prezentul raport studiază separat fiecare dintre cele două instrumente din perspectiva avantajelor și a riscurilor lor. În plus, raportul analizează cele două idei ca posibile opțiuni de politică pe termen scurt și mediu, un interval de timp care include atât posibilitățile existente în cadrul tratatelor actuale ale UE, cât și în eventualitatea unei modificări a tratatului. Evaluarea include, de asemenea, în măsura în care este adecvat, componentele și implicațiile pe termen

---

<sup>32</sup> Distinctă de norma juridică „*no bail-out*” prevăzută la articolul 125, care este respectată în cadrul actualei arhitecturi a guvernantei economice, astfel cum a fost confirmată de către Curtea Europeană de Justiție în hotărârea Pringle (cauza C-370/12).

<sup>33</sup> De exemplu, Claessens et al. (2012) identifică *eurobills* și un DRF ca fiind o posibilă cale către emisiunea comună pe termen lung [S. Claessens, A. Mody și S. Vallee (2012), *Paths to Eurobonds*, document de lucru al FMI, WP12/172].

lung ale fiecărei scheme. În ultimă instanță, decizia de a lua în considerare influența potențială a unor astfel de scheme asupra orientării generale pe termen lung a UEM ar rămâne la latitudinea factorilor de decizie politică, pe baza unei evaluări analitice a unui DRF/P și a *eurobills*, astfel cum este oferită în prezentul raport, dar și pe baza unei dezbateri politice mai largi.

36. Mai mult, în cadrul unei dezbateri de politică mai largi ar trebui să se țină cont în mod corespunzător de alte decizii luate și de idei viitoare care sunt concepute sau discutate în prezent și care au obiective similare cu cele două scheme de emisiune comună a instrumentelor de datorie analizate în prezentul raport. Într-adevăr, uniunea bancară servește și obiectivelor globale de stabilitate și integrare financiară. Au fost propuse idei cu funcții diferite privind crearea unei capacități bugetare pentru zona euro, și anume sprijinirea cu orientare precisă a eforturilor naționale de reformă care rezultă din guvernanta economică europeană și/sau consolidarea capacității statelor membre de a absorbi șocuri macroeconomice. Ideile referitoare la o capacitate bugetară centrală și la emisiunea comună de instrumente de datorie ar putea implica aspecte comune: o capacitate bugetară centrală ar putea implica și o anumită formă de emisiune comună în cazul în care capacității bugetare i-ar fi acordat un drept de a împrumuta fonduri de pe piețe (în loc să fie finanțată prin contribuțiile statelor membre). Cu toate acestea, o astfel de capacitate bugetară ar însemna o nouă legătură pe verticală între statele membre și nivelul european central. Aceasta diferă de ideile de emisiune comună discutate aici, care ar presupune punerea în comun a datoriilor și partajarea riscului financiar pe orizontală între statele membre. Ar trebui să se menționeze în acest context noua guvernanta economică și discuțiile în curs privind consolidarea acesteia, MES, măsurile neconvenționale de politică monetară ale BCE, precum și discuțiile privind restructurarea datoriei suverane<sup>34</sup>.
37. Prezentul grup de experți nu s-a concentrat asupra celorlalte direcții de politică și idei viitoare. Opiniile diferă în ceea ce privește filierele de politică ce ar trebui să aibă cea mai mare prioritate în următorii ani pentru a consolida zona euro și dacă schemele de emisiune comună a instrumentelor de datorie se numără sau nu printre acestea. În ultimă instanță, factorii de decizie vor trebui să efectueze o evaluare globală a avantajelor și a riscurilor diferitelor filiere, precum și cu privire la priorități și succesiunea cronologică.
38. Prezentul raport analizează posibilele obiective, avantaje și riscuri ale ideilor de DRF/P și *eurobills* dintr-o perspectivă mai largă. Aceasta ar trebui să includă analizarea modului în care DRF/P și *eurobills* ar putea contribui la o zonă euro mai bine integrată, care să rămână deschisă statelor membre din afara zonei euro, la favorizarea unei piețe financiare unice funcționale și stabile și la construirea unei puternice încrederi reciproce, susținute de un angajament comun față de consolidare și de reformele care promovează competitivitatea și creșterea pe termen lung. Cu toate acestea, ar trebui avut în vedere și faptul că economia continuă să se confrunte cu datoriile excesive care, în unele cazuri, au declanșat criza, iar în alte cazuri, reprezintă un efect al crizei însăși. Prin urmare, analiza schemelor de emisiune

---

<sup>34</sup> A se vedea, în special, Comitetul privind politica economică și reforma internațională, *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, octombrie 2013, capitolele IV și V; a se vedea, de asemenea, Raportul economic anual al GCEE din 2010; Holtemöller și Knedlik 2011.

comună trebuie să includă potențialul ambelor idei de a remedia moștenirea crizei, precum și de a preveni și combate crizele de lichiditate viitoare.

39. Eliminarea sau reducerea substanțială a îndatorării excesive este importantă pentru a crea condițiile necesare unui regim „*no bail-out*” credibil, pentru a reinstitui convergența nominală necesară pentru buna funcționare a politicii monetare, pentru a reduce nevoile de asistență financiară prin intermediul MES, și, în ultimă instanță, pentru a asigura funcționarea normală a uniunii monetare conform conceptului inițial, și ar fi, așadar, în interesul general al tuturor participanților la UEM.

### **III. OBIECTIVELE EMISIUNII COMUNE DE INSTRUMENTE DE DATORIE PUBLICĂ**

40. Prezentul capitol identifică posibilele obiective și avantaje ale emisiunii comune. Capitolele IV și V prezintă conceptele de DRF/P și *eurobills* mai în detaliu și analizează avantajele fiecăruia, din perspectiva capacității acestora de a atinge obiectivele și de a obține avantajele lor respective, precum și riscurile lor economice și financiare.
41. DRF/P și *eurobills* au fost concepute având în vedere obiective primare foarte diferite. Cu toate acestea, ambele scheme pot servi, în același timp, la îndeplinirea unor obiective suplimentare. Obiectivul primar al DRF/P este de a restabili sustenabilitatea finanțelor publice prin reducerea datoriei publice în cazurile în care aceasta depășește criteriile PSC, cu alte cuvinte, de a soluționa problema datoriei publice excesive moștenite în zona euro. DRF/P ar avea ca scop construirea unei punți bugetare către o convergență reînnoită și durabilă și a unui regim „*no-bail out*” credibil în cadrul zonei euro. În conformitate cu propunerea inițială, aceasta ar presupune, de asemenea, norme de restructurare a datoriilor, odată ce îndatorarea excesivă va fi eliminată. În același timp, DRF/P ar urmări și stabilizarea piețelor datoriei publice prin reducerea riscului de reînnoire pe parcursul etapei inițiale, precum și crearea unui activ sigur și lichid. Pe parcursul duratei sale de funcționare ar sprijini transmiterea politicii monetare. În plus, prin tratarea problemelor legate de datoriile moștenite, acesta ar contribui la o mai mare integrare a pieței pe termen lung.
42. Principalul obiectiv al *eurobills* este de a stabiliza piețele datoriei publice prin reducerea riscului de reînnoire. În plus, *eurobills* ar putea favoriza integrarea piețelor financiare prin crearea unui activ lichid și sigur. Un astfel de activ ar putea contribui la inversarea tendinței către fragmentarea pieței și ar putea sprijini transmiterea politicii monetare.

#### **III.1. Integrarea financiară și politica monetară**

43. Una dintre consecințele crizei este faptul că puține active financiare sunt considerate sigure. În același timp, băncile din zona euro au nevoie de active care să poată fi deținute ca rezerve de lichiditate, vândute la prețuri relativ stabile și utilizate ca garanții reale în operațiunile de refinanțare. Existența unui astfel de activ în zona euro ar putea reduce impactul deteriorării ratingurilor de credit ale statelor membre individuale asupra accesului la finanțare al sistemului bancar intern. Prin urmare, unul dintre obiectivele emisiunii comune de instrumente de datorie publică ar putea fi crearea unui activ lichid și sigur.

44. Crearea de active sigure ar aduce beneficii sectorului financiar, deși acestea sunt dificil de cuantificat. Bonurile de trezorerie pe termen scurt sunt, datorită caracteristicilor lor, instrumente care ar sprijini mecanismul de transmitere a politicii monetare. Emisiunea comună de titluri de stat pe termen scurt ar oferi un activ ușor de schimbat în bani ai băncilor centrale sau ai băncilor comerciale. Prin urmare, aceasta ar putea oferi o rezervă de lichiditate stabilă pentru bănci și ar putea asigura accesul băncilor la finanțare atât pe piața interbancară cât și din partea băncii centrale, ceea ce ar putea contribui la stabilitatea financiară. Disponibilitatea activelor financiare sigure sau cu risc redus va deveni și mai importantă prin prisma CRD 4 (ca urmare a acordului Basel III) și a obligațiilor pe care aceasta le impune băncilor privind deținerea de rezerve suficiente de lichidități. Instrumentele de datorie emise în comun ar fi un activ foarte lichid și ar putea fi un activ sigur, însă riscurile lor de credit și de piață ar depinde într-o mare măsură de modul în care este conceput exact instrumentul (de exemplu, structura de garantare, a se vedea capitolele IV și V de mai jos).
45. În cazul în care titlurile de stat emise în comun ar putea fi percepute drept un activ sigur, acest fapt ar putea reduce costul agregat al îndatorării pentru zona euro (în funcție de modul în care sunt concepute astfel de titluri, a se vedea capitolele IV și V). Un statut de activ sigur ar putea contribui la asigurarea faptului că condițiile monetare stabilite de BCE se transpun cu ușurință în costuri de îndatorare mai mici pentru întreprinderi și gospodării și, în ultimă instanță, în cerere agregată. Ar trebui remarcat faptul că niciun activ nu este în totalitate lipsit de riscuri. Crearea unui titlu de stat emis în comun care va fi considerat un activ sigur pentru investitori va implica, prin urmare, un anumit risc rezidual pentru guvernele participante la emisiunea comună.

## Un activ sigur

Nu există niciun activ care să fie complet lipsit de riscuri; toate activele sunt supuse unor riscuri, care ar trebui să fie reflectate cu exactitate în prețurile acestora. Un **activ sigur** din punctul de vedere al investitorului ar trebui să ofere protecție deplină față de riscul de credit, riscul de piață și riscul specific. Cu alte cuvinte, acesta trebuie să fie un activ lichid care are un risc minim de neplată (iar riscul minim respectiv nu ar trebui să fie corelat pozitiv cu riscul asociat altor active financiare). În cadrul Basel III<sup>1</sup> un activ lichid de înaltă calitate este definit ca un activ care poate fi convertit ușor și imediat în numerar cu o pierdere de valoare redusă sau fără pierdere de valoare. Conceptul de „vandabilitate” este, prin urmare, esențial. În mod ideal, activele lichide de înaltă calitate ar trebui să fie, de asemenea, eligibile la băncile centrale pentru nevoile de lichidități *intraday* (pe parcursul zilei) și facilitățile de lichiditate *overnight* (peste noapte).

Activele sigure joacă un rol important în sistemul financiar. Una dintre principalele lor utilizări este aceea de garanție de înaltă calitate pentru contractele repo, contractele repo ale băncilor centrale și tranzacțiile cu instrumente financiare derivate extrabursiere. Activele sigure oferă o referință pentru întreaga piață financiară, și anume o rată de referință pentru stabilirea prețurilor, acoperirea împotriva riscurilor și evaluarea activelor cu risc ridicat, precum și o bază pentru evaluarea performanțelor. Activele sigure joacă, de asemenea, un rol în operațiunile cu lichidități ale băncilor centrale<sup>2</sup>. În cadrul alocării portofoliilor, acestea sunt folosite ca mijloc de tezurizare. În cadrul băncilor și, într-o măsură mai mică, în cadrul societăților de asigurări și al fondurilor de pensii, activele sigure joacă un rol-cheie în activitățile cotidiene de gestionare a activelor și pasivelor. În cazul băncilor, cererea ridicată de active sigure este legată și de reglementarea prudențială, recent consolidată la nivel mondial prin acordul Basel III, și anume cu privire la cerințele de lichiditate.

În timpul crizei financiare, reorientarea către active de calitate mai bună, declinul gradului de siguranță perceput al datoriei publice a economiilor dezvoltate și creșterea aferentă a prețului plătit în schimbul siguranței au pus accentul pe o posibilă creștere a penuriei de active sigure. În acest context, începând din 2011 s-au făcut mai multe propuneri, cu obiectivul principal de a crea un activ sigur. Printre acestea s-au aflat, pe de o parte, o serie de propuneri vizând crearea de *eurobills*. Pe de altă parte, în 2011, un grup de economiști a prezentat o propunere de creare a unor euroobligațiuni sigure (așa-numitele *European Safe Bonds - ESBies*), un activ deosebit de sigur creat prin punerea în comun și segmentarea pe tranșe a datoriei publice din zona euro<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Comitetul de la Basel pentru supraveghere bancară, Basel III: *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, decembrie 2010

<sup>2</sup> FMI, Raportul privind stabilitatea financiară mondială, aprilie 2012

<sup>3</sup> Grupul euro-nomics, Euroobligațiunile sigure (ESBies), <http://euro-nomics.com/wp-content/uploads/2011/09/ESBiesWEBsept262011.pdf>

46. Titlurile de stat emise în comun ar putea deveni, de asemenea, titluri de referință pentru stabilirea și actualizarea prețurilor. Titlurile de referință atrag volume mari de tranzacții - de obicei, din partea strategiilor de investiții bazate pe indici și a strategiilor bazate pe valoarea relativă, în cadrul cărora titlul de referință este utilizat ca titlu de acoperire a riscurilor. Lichiditatea pe care titlurile de referință o oferă investitorilor are o valoare care este reflectată în randamentul mai scăzut.

47. Un alt obiectiv al emisiunii comune ar fi acela de a contribui la inversarea tendinței spre fragmentare a piețelor financiare, care este unul dintre efectele cele mai grave ale crizei. Fragmentarea pieței conduce la pierderi de eficiență pentru piețele de capital în sens larg din UE și la creșterea costului de finanțare, în special pentru sectorul privat din statele membre mai vulnerabile. Politica monetară nu se reflectă în mod uniform în costul finanțării din unele state membre, ceea ce îngreunează și mai mult redresarea economică și întârzie revenirea la traiectoria de creștere economică. Ca urmare a fragmentării pieței, o serie de state membre se confruntă cu costuri mai mari de finanțare (reflectate și de costurile de finanțare pentru băncile lor, care sunt transmise mai departe către clienții acestora), care ar putea avea un impact negativ asupra creșterii economice și a ocupării forței de muncă și ar putea face și mai dificilă acceptarea de către public a ajustării economice. În plus, insuficienta integrare financiară afectează și funcționarea pieței interne, prin crearea unor condiții de concurență foarte neuniforme pentru întreprinderile situate în statele membre în cauză.
48. Fragmentarea pieței ar putea fi abordată în mod eficace prin promovarea integrării financiare și a pieței unice în domeniul bancar și financiar. Prin urmare, acesta ar putea fi unul dintre obiectivele emisiunii comune. Depășirea fragmentării pieței pe piețele titlurilor de valoare și în domeniul bancar (prin atenuarea spiralei de reacție dintre sectorul bancar și entitățile suverane) ar facilita fluxul de capital în toată zona euro, îmbunătățind, astfel, creșterea economică potențială. Consolidarea pieței unice în sectorul bancar, însoțită de o reglementare adecvată a sectorului financiar, ar putea îmbunătăți accesul la finanțare pentru întreprinderi, indiferent de amplasarea lor. Piețele de capital mai integrate ar permite valorificarea avantajelor pe care le oferă uniunea monetară.
49. În măsura în care emisiunea comună ar putea realiza convergența piețelor financiare și a costurilor de finanțare pentru statele membre, aceasta ar putea reduce și nevoia de măsuri neconvenționale menite să sprijine transmiterea politicii monetare. Accesul la finanțarea bancară s-a deteriorat pentru numeroși actori economici, ca urmare a unei deficiențe de transmitere a politicii monetare. Unii Experți consideră că un activ sigur ar îmbunătăți transmiterea politicii monetare prin îmbunătățirea accesului la finanțarea bancară pentru economia reală, în special pentru IMM-uri.
50. Unii Experți ar dori să menționeze faptul că integrarea financiară este posibilă fără mutualizarea datoriei și că introducerea oricărei scheme de emisiune comună ar avea un impact limitat asupra gradului de integrare a pieței financiare dacă nu sunt luate măsuri în vederea consolidării structurale a sectorului bancar european. În opinia aceluiași Experți, diferențele structurale, precum și riscurile de solvabilitate și de lichiditate din diferite țări pot și ar trebui să se reflecte în spreadurile ratelor dobânzii chiar și într-un sistem integrat financiar.

### **III.2. Sustenabilitatea finanțelor publice și stabilitatea financiară**

51. În ceea ce privește sustenabilitatea finanțelor publice, un obiectiv al emisiunii comune ar consta în contracararea datoriei publice excesive moștenite în zona euro, prin reducerea poverii serviciului datoriei pentru țările cu datorii foarte mari și pentru împrumutătorii privați. Îndatorarea excesivă constituie în prezent un obstacol în calea consolidării bugetare durabile și a creșterii economice și creează un cerc vicios periculos, situație care este deosebit de pregnantă în țările în care datoria este

percepută ca fiind mai puțin sustenabilă: în absența creșterii, este mult mai greu ca datoria să devină sustenabilă, și cu cât datoria este percepută mai puțin ca fiind sustenabilă, cu atât este mai dificil să se reia creșterea economică necesară.

52. Cea mai mare parte din statele membre din zona euro trebuie să realizeze reforme sensibile din punct de vedere politic pentru a-și consolida competitivitatea și a crea creștere sustenabilă, ceea ce ar reprezenta o condiție necesară pentru reducerea în bune condiții a îndatorării excesive și pentru care emisiunea comună nu reprezintă un substitut. Provocările legate de introducerea acestor reforme sunt amplificate de fragmentarea pieței financiare sau de volatilitatea piețelor titlurilor de stat. Emisiunea comună ar putea contribui la contracararea acestor dificultăți prin acordarea unui interval suficient de timp și extinderea marjei de manevră financiară de care dispun statele membre pentru realizarea acestor reforme. Pe de altă parte, dacă nu este însoțită de măsuri de protecție adecvate împotriva hazardului moral, emisiunea comună ar putea chiar întârzia reformele dificile din punct de vedere politic.
53. Schemele de emisiune comună ar putea, prin urmare, să construiască o punte bugetară către o convergență reînnoită și durabilă în zona euro, care, la rândul său, ar putea facilita politica monetară pentru zona euro. Una dintre consecințele cele mai dăunătoare din punct de vedere economic ale crizei este o oarecare inversare a convergenței în zona euro, care trebuie remediată.
54. „Puntea bugetară” pe care DRF/P ar urmări să o construiască ar putea duce, de asemenea, la un regim „*no-bail out*” absolut credibil. În ipoteza unui DRF/P, reducerea datoriei publice în țările din zona euro ar permite aducerea zonei euro la o stare stabilă, în care statele membre își vor recâștiga sustenabilitatea financiară, care le va acorda suficientă marjă de manevră pentru a aplica politici economice fără a acumula din nou datorii excesive și, în principiu, fără a avea nevoie de sprijin financiar suplimentar.
55. Din cauza consolidării bugetare insuficiente și/sau a recapitalizărilor bancare urgente, recalcularea generalizată a prețului riscului a făcut ca datoriile cu un nivel ridicat să fie foarte costisitor de finanțat și, prin urmare, mai multe state membre s-au confruntat cu o criză a datoriei suverane. Unul dintre obiectivele emisiunii comune ar fi acela de a îmbunătăți reziliența zonei euro față de viitoarele crize financiare. O piață a titlurilor de stat amplă și lichidă, care ar putea contribui la prevenirea retragerilor masive de lichidități care se autorealizează, ar fi unul dintre rezultatele potențiale ale emisiunii comune de instrumente de datorie publică. Ar putea fi redus și riscul de reînnoire/refinanțare, deoarece emisiunea comună ar oferi tuturor statelor membre participante acces mai sigur la refinanțare, prevenind pierderea accesului pe piață din cauza creșterii bruște a aversiunii față de risc și/sau a comportamentului gregar al investitorilor. Emisiunea comună ar putea, de asemenea, să ajute statele membre care părăsesc un program, prin asigurarea unor condiții de finanțare mai bune.
56. Emisiunea comună ar putea contribui și la reducerea spiralei de reacție negativă dintre băncile interne și entitățile suverane ale acestora. Dacă se reduce spirala de reacție negativă, contagiunea se va răspândi mai greu, iar reziliența zonei euro în ansamblul său se va îmbunătăți. Cu toate acestea, emisiunea comună ar fi doar unul dintre pașii care pot fi urmați către rezolvarea completă a acestei probleme. Sunt

necesari și alți pași legați de uniunea bancară (supravegherea bancară eficace, reforma de reglementare, gestionarea datoriei private moștenite în sectorul financiar), iar prezentul raport nu poate evalua importanța relativă a acestora.

57. Emisiunea comună ar oferi, de asemenea, o rezervă de protecție financiară împotriva efectelor pe care șocurile asimetrice le-ar putea propaga prin intermediul piețelor de capital asupra finanțelor publice, oferind astfel o formă specifică de partajare a riscurilor macroeconomice. Pe parcursul crizei recente, unele state membre au fost afectate într-o măsură mai mare decât altele de criza financiară, în funcție de importanța relativă a sectorului bancar și, de exemplu, de existența unor bule imobiliare. Impactul crizei financiare a afectat rapid sectorul public prin intermediul piețelor financiare, în special prin creșterea semnificativă a randamentelor. În cazul emisiunii comune, investitorii ar evalua riscurile care apar într-unul sau mai multe state membre în combinație cu condițiile financiare din zona euro în ansamblu. Prin urmare, o modificare a randamentelor s-ar produce în toate statele membre din zona euro, ceea ce ar reprezenta o formă specifică de partajare a riscurilor macroeconomice.

#### **IV. IDEEA FONDULUI ȘI A PACTULUI DE RAMBURSARE A DATORIEI: CONCEPT, AVANTAJE, RISCURI**

58. Ideea Fondului și a Pactului de rambursare a datoriei (DRF/P) a fost elaborată pentru prima oară în noiembrie 2011, și a fost actualizată ulterior, de Consiliul german al experților economici (GCEE). Prezentul raport preia, în principiu, acest concept, astfel cum a fost elaborat de GCEE, ca bază de referință, cu excepția variantelor conceptuale menționate în mod expres și evaluate mai jos - a se vedea, de asemenea, tabelul ilustrativ cu privire la modelele principale pentru DRF/P din anexa 2. Prezentul capitol conturează elementele de bază ale DRF/P și variantele conceptuale ale acestuia (IV.1.), evaluează caracterul adecvat al DRF/P din perspectiva îndeplinirii obiectivelor stabilite în capitolul III (IV.2.) și examinează riscurile economice și financiare (IV.3.).

##### **IV.1. Caracteristici de bază și variante conceptuale ale DRF/P**

###### *IV.1.1. Conceptul de bază al DRF/P, astfel cum a fost elaborat de GCEE*

59. DRF/P<sup>35</sup> are două componente de bază: un „fond” și un „pact”, care numai împreună creează o schemă care își poate atinge scopul, și anume de a reduce, prin mutualizarea temporară (pe o perioadă de aproximativ 25 de ani) a datoriilor, nivelul actual al îndatorării publice excesive și de a crea, astfel, condițiile pentru o stare stabilă a UEM. După încetarea DRF/P, partajarea riscurilor financiare ar fi

---

<sup>35</sup> A se vedea documentul Consiliului german al experților economici (2011), *Assume responsibility for Europe*, raportul anual 2011/12 pentru propunerea inițială și H. Doluca, M. Hübner, D. Rumpf și B. Weigert (2012), *The European Redemption Pact: An Illustrative Guide*, GCEE, document de lucru 02/2012 pentru mai multe detalii cu privire la o posibilă modalitate de punere în aplicare a propunerii inițiale a GCEE. A se vedea, de asemenea, raportul special (*Sondergutachten*) al GCEE din 5 iulie 2012. Au fost propuse alternative, printre alții, de către C. Pierpaolo Parello și V. Visco (2012) *The European Redemption Fund: A comparison of Two Proposals*, MPRA 42874.



limitată la mecanismele de stabilitate financiară, ar fi supusă unor condiții stricte și ar fi declanșată numai ca măsură de ultimă instanță în caz de criză acută.

60. Fondul care face parte din DRF/P ar pune la dispoziție structura pentru mutualizarea temporară a datoriei care depășește 60 % din PIB. Într-o etapă inițială (de cel mult 6 ani), statele membre participante ar transfera o parte din datoriile lor (partea care depășește echivalentul a 60 % din PIB) către fondul de rambursare. Fondul ar urma să emită instrumente de datorie comune susținute printr-o garanție solidară. Pe parcursul etapei inițiale, încasările din emisiunea titlurilor ar servi la refinanțarea titlurilor naționale cu o scadență mai mare de doi ani la data introducerii schemei. Valoarea totală a datoriilor care ar urma să fie transferată către fond ar fi stabilită în prealabil.
61. Volumul maxim al fondului la sfârșitul etapei inițiale ar fi de aproximativ 2,85 bilioane EUR, în timp ce suma totală a tuturor valorilor datoriilor transferate către fond și refinanțate de acesta ar fi de aproximativ 3,1 bilioane EUR (a se vedea anexele 2-4)<sup>36</sup>. Fiecare stat membru ar fi obligat să ramburseze datoria transferată pe o perioadă de 20-25 de ani. Plățile către fond ar fi stabilite ca procent din PIB-ul fiecărui stat membru și, prin urmare, ar fluctua odată cu ciclul economic. Rambursările ar necesita menținerea unui excedent primar constant pe toată durata procesului de rambursare. În principiu, reducerile costurilor cu dobânzile obținute prin emisiunea comună susținută printr-o garanție solidară și o reducere a primei de lichiditate ar permite majorității statelor membre participante să realizeze mai ușor excedente primare. În propunerea GCEE, participarea la schemă ar fi limitată la statele membre din zona euro care au datorii de peste 60 % din PIB și care nu sunt incluse într-un program de asistență financiară.
62. Pactul care face parte din DRF/P ar consta într-un set cuprinzător de norme concepute pentru a contracara hazardul moral și pentru a se asigura că au loc rambursări. Normele ar include următoarele condiții prealabile, constrângeri și garanții:
  - (a) Fiecărui stat membru i s-ar impune să introducă în dreptul său constituțional mecanisme de frânare a îndatorării, astfel cum sunt prevăzute deja în Tratatul privind stabilitatea, coordonarea și guvernarea în cadrul uniunii economice și monetare (TSCG); cu toate acestea, GCEE merge mai departe decât TSCG și prevede asigurarea punerii în aplicare (nu doar a transpunerii) a acestor mecanisme de frânare a îndatorării de către un organism independent la nivel european (de exemplu, Curtea de Justiție a Uniunii Europene).
  - (b) Fiecare stat membru ar trebui să încheie „acorduri de consolidare” cu caracter obligatoriu, nivelul european impunând o traiectorie de consolidare bugetară și reforme structurale, în mod similar condițiilor din actualele programe din cadrul MES, dar care să se întindă pe întreaga perioadă de 25 de ani a DRF/P.

---

<sup>36</sup> Țările participante la DRF/P ar începe deja serviciul și rambursarea datoriei lor la începutul etapei inițiale. În consecință, chiar dacă dimensiunea DRF/P ar crește pe parcursul etapei inițiale, dimensiunea sa maximă ar fi ușor mai mică decât suma totală a tuturor sumelor refinanțate prin DRF/P, a se vedea H. Doluca, M. Hübner, D. Rumpf și B. Weigert (2012), *The European Redemption Pact: Implementation and Macroeconomic Effects*, revista *Intereconomics* 2012, p. 230, 236.

- (c) Fiecare stat membru ar trebui să aloce venituri fiscale naționale special pentru obligațiile de plată către DRF.
- (d) Fiecare stat membru ar trebui să depună garanții reale echivalente cu 20 % din valoarea datoriilor transferate către DRF.
63. În cazul încălcării obligațiilor, schema DRF/P ar prevedea reacții și sancțiuni precum: executarea garanțiilor reale, oprirea transferului datoriei în etapa inițială, o creștere a ratelor dobânzii (cu alte cuvinte, majorări) și alocarea anumitor venituri fiscale, operațiuni de piață monetară realizate de DRF<sup>37</sup>. În ultimă instanță, ar putea fi luate în considerare suspendarea și excluderea unui stat membru din DRF/P, împreună cu un transfer către un program din cadrul MES care presupune condiții de politică stricte. Cel puțin o parte dintre aceste reacții și sancțiuni ar trebui declanșate imediat și în mod automat în caz de încălcare a obligațiilor, cu excepția elementelor de apreciere politică.
64. Propunerea inițială a GCEE privind DRF/P are în vedere mutualizarea parțială și temporară ca mijloc de creare a condițiilor pentru o mutualizare foarte limitată, de îndată ce va fi depășită problema datoriilor excesive moștenite în urma actualei crize<sup>38</sup>. Propunerea GCEE privind emisiunea comună era, prin urmare, indisociabilă de un acord concomitent privind introducerea unui regim eficace de restructurare a datoriei, care ar urma atât să acționeze preventiv, ca mecanism de frânare a îndatorării, cât și să servească la ancorarea schemei de mutualizare. Este important să se sublinieze faptul că introducerea unui regim pentru restructurarea datoriei suverane în condițiile în care predomină îndatorarea excesivă nu ar fi credibilă sau, dacă ar fi credibilă, ar fi destabilizatoare. Cu toate acestea, odată ce nivelurile datoriei în toate statele membre vor scădea până la nivelul de 60 la sută - astfel cum se are în vedere în DRF/P - ar începe să se aplice un nou regim. O țară care depășește un prag<sup>39</sup> predefinit mai ridicat al datoriei ar putea face apoi obiectul restructurării în cazul unei crize de reînnoire. S-a propus punerea în aplicare a acestei măsuri prin intermediul condițiilor de creditare ale MES modificate astfel încât să prevadă recapitalizarea internă. GCEE se aștepta ca efectul unei astfel de norme pentru restructurarea datoriilor să fie dublu: pe de o parte, se preconiza ca aceasta să ofere un cadru clar și obligatoriu care să limiteze așteptările privind salvarea (*bail-out*) și să faciliteze, astfel, stabilirea prețului aferent riscului suveran. În al doilea rând, se preconiza ca aceasta să descurajeze țările să recurgă prea mult la împrumuturi și/sau să preia datorii de la sectorul financiar. Prin urmare, s-a considerat că un astfel de regim de restructurare a datoriilor ar armoniza

---

<sup>37</sup> GCEE propune ca, în cazul nerespectării normelor, DRF să poată vinde titluri de stat ale țării în cauză, ceea ce ar conduce la creșterea ofertei de astfel de titluri și ar mări costurile de finanțare pentru titlurile emise la nivel național ale țării care continuă să circule pe piață (a se vedea raportul special al GCEE din 2012).

<sup>38</sup> Legătura dintre propunerea privind DRF/P și o astfel de propunere pe termen lung: [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/special\\_report\\_2012.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/special_report_2012.pdf). Pentru propunerea propriu-zisă privind un astfel de regim, a se vedea: [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Sonstiges/chapter\\_four\\_2011.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Sonstiges/chapter_four_2011.pdf) pagina 142 și următoarele. A se vedea, de asemenea, Comitetul privind politica economică și reforma internațională, *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, octombrie 2013, capitolele IV și V.

<sup>39</sup> Sugestia GCEE a fost de 90 % din PIB.

stimulentele și ar acționa ca o a doua linie de apărare în cazul eșecului altor mecanisme de guvernare.

65. Pentru GCEE, un regim de restructurare a datoriei pe termen lung ar face parte integrantă din ideea de DRF/P, fiind necesar pentru contracararea potențialului de hazard moral pe termen lung (a se vedea capitolul VI de mai jos). Cu toate acestea, câțiva Experți menționează faptul că în cadrul grupului de experți există alte opinii conform cărora DRF/P poate fi conceput fără o astfel de componentă, aceasta fiind, eventual, înlocuită cu prerogative permanente consolidate de control bugetar. Grupul de experți nu a efectuat o analiză detaliată a fezabilității, oportunității și conținutului a unui regim de restructurare pe termen lung a datoriei suverane.
66. În sfârșit, GCEE a propus ca DRF/P să fie înființat pe baza unui tratat interguvernamental încheiat între statele membre participante din zona euro și cu un proces decizional interguvernamental între aceste state. Statele membre garante mari ar avea drept de veto în ceea ce privește deciziile de gestionare importante<sup>40</sup>. Problemele de legitimitate ale acestei construcții vor fi abordate în capitolul VIII. În plus, astfel cum se arată în capitolul VII, pentru a permite răspunderea solidară care stă la baza unui DRF ar fi necesară modificarea tratatului UE. O asemenea modificare a tratatului ar putea fi apoi utilizată pentru a crea un DRF/P în cadrul dreptului UE.

#### *IV.1.2. Structura de garantare*

67. GCEE a propus inițial ca DRF să fie susținut printr-o garanție solidară, cu alte cuvinte, fiecare titlu emis de DRF ar beneficia de o garanție acordată de către fiecare stat membru până la concurența sumei integrale. Prin urmare, întregul DRF ar fi garantat integral de fiecare stat membru participant din zona euro. În cazul apariției unor dificultăți în ceea ce privește rambursarea titlurilor DRF, un stat membru la alegerea investitorului ar fi obligat să plătească întreaga sumă, ceea ce înseamnă că nu ar exista o neîndeplinire a obligațiilor față de investitori.
68. După etapa inițială, expunerea financiară maximă a fiecărui stat membru participant ar fi, prin urmare, de aproximativ 2,85 bilioane EUR (inclusiv datoria statului membru respectiv care a fost refinanțată prin intermediul fondului)<sup>41</sup>. Dat fiind că acest nivel de expunere ar fi imposibil de suportat pentru țările mai mici în cazul în care un stat membru mare nu și-ar onora plățile, piețele ar considera că garanția solidară nu ar avea sens decât pentru cele mai mari și mai solvabile dintre statele membre.
69. În cadrul acestei structuri de garantare, randamentele și, prin urmare, costurile de finanțare ale DRF ar putea fi similare cu cele ale statelor membre participante care au cele mai bune ratinguri (totuși, aceasta ar mări probabil costurile de finanțare ale statului membru în cauză, a se vedea mai jos).

---

<sup>40</sup> A se vedea raportul special din 2012. Conform GCEE, un astfel de drept de veto ar fi necesar din cauza dreptului constituțional german, a se vedea Schorkopf, *Verfassungsrechtliche Grenzen und Möglichkeiten für eine Umsetzung des Schuldentilgungspaktes des Sachverständigenrates*, Gutachten 2012, pagina 38 și următoarele. A se vedea, de asemenea, hotărârea Curții Constituționale a Germaniei din 18 martie 2014 referitoare la Tratatul privind MES.

<sup>41</sup> A se vedea anexa 2.

70. Având în vedere că răspunderea solidară ar necesita o modificare a tratatelor UE (a se vedea capitolul VII), și ar putea fi, de asemenea, greu de conciliat cel puțin cu câteva constituții naționale, este evaluat și un DRF alternativ cu o structură de garantare *pro rata*<sup>42</sup>. O astfel de garanție s-ar putea baza pe modelul MES cu capital subscris *pro rata* de către acționari, care a fost acceptat de către Curtea de Justiție ca fiind în conformitate cu dreptul UE (a se vedea capitolul VII). Capitalul DRF ar consta într-o mică parte din capitalul vărsat și într-o parte mai mare din capitalul subscris nevărsat, subscris de către fiecare stat membru participant *pro rata*, în conformitate cu o grilă care să reflecte cota sa din datoriile transferate - foarte diferită de grila de repartiție pentru subscrierea la capital din cadrul MES.
71. Principala caracteristică a structurii *pro rata* este limitarea responsabilității fiecărui stat membru participant la o sumă egală cu cota sa din capital. Deoarece unele dintre țările participante la datoriile *pro rata* în calitate de „garanți” au niveluri relativ ridicate ale datoriei și ratinguri de credit asociate mai scăzute, există riscul ca ratingul de credit al DRF să fie destul de scăzut în cadrul unei structuri de garantare *pro rata*. Schema *pro rata* ar necesita, deci, capital vărsat.
72. În acest context, se poate analiza și potențialul măsurilor de îmbunătățire a calității creditului, care au fost oricum prevăzute în modelul GCEE, deși în principal pentru evitarea hazardului moral și ca „garanții” pentru interesele statelor membre creditoare. Prima măsură care a fost propusă de GCEE ar fi să se impună constituirea de garanții reale echivalente cu 20 % din valoarea datoriilor transferate. În ceea ce privește activele deținute de băncile centrale, acestea sunt excluse din punct de vedere juridic ca urmare a interdicției privind finanțarea monetară prevăzute la articolul 123 din TFUE (a se vedea în acest sens capitolul VII). S-ar putea pune la îndoială capacitatea statelor membre de a aduce în garanție alte active echivalente cu 20 % din valoarea datoriilor transferate.
73. Cea de-a doua măsură propusă de GCEE a fost alocarea unor venituri fiscale pentru efectuarea plăților de rambursare a datoriei. Cu toate acestea, pentru unele state membre plățile către DRF s-ar putea ridica la o treime din totalul veniturilor lor fiscale indirecte actuale, ceea ce sugerează că marja de alocare într-un anumit scop a veniturilor fiscale existente pare modestă. În plus, alocarea directă a veniturilor fiscale pentru efectuarea plăților către fondul de rambursare (alocare în sensul strict al termenului) ar limita quantumul veniturilor aflate la dispoziția deținătorilor părții „naționale” a datoriei și, prin urmare, ar reduce calitatea creditului datoriei naționale rămase. Interpretată în acest sens, propunerea ar putea pune și probleme de ordin juridic în temeiul clauzelor *pari passu*, deoarece ar crea un tratament mai favorabil al DRF/P față de alți creditori ai statului membru în cauză. Această din urmă problemă ar fi evitată dacă ideea de „alocare” ar fi înțeleasă într-un sens mai larg, nespecializat, ca obligație a statelor membre participante de a introduce noi impozite ale căror încasări să fie rezervate pentru serviciul datoriei publice către toți creditorii în egală măsură. În cazul ambelor concepte de „alocare” ar putea apărea, totuși, probleme de drept constituțional național.

---

<sup>42</sup> O astfel de alternativă posibilă a fost avută în vedere ulterior și de GCEE, a se vedea raportul special din 5 iulie 2012.

74. Analiza măsurilor de îmbunătățire a calității creditului sugerate confirmă faptul că un DRF de dimensiunile inițiale, bazat pe o garanție *pro rata*, ar fi mai puțin viabil decât un DRF cu răspundere solidară. Un DRF cu o garanție *pro rata* ar avea un avantaj mai redus în ceea ce privește economisirea costurilor cu dobânzile, prin urmare, faza de rambursare ar trebui să fie mai lungă.
75. Ar putea fi examinate și variante de DRF de dimensiuni mai mici, cu o garanție *pro rata*. Două astfel de alternative sunt prezentate și discutate aici: (i) transferul datoriilor care depășesc 75 % din PIB și (ii) transferul datoriilor echivalente ca valoare cu 20 % din PIB.

#### IV.1.3. Dimensiunea globală a fondului și structura acestuia

76. Un DRF modelat în conformitate cu propunerea inițială ar presupune, pe baza celor mai recente date disponibile (a se vedea anexele 2 și 4), o valoare totală a datoriei transferate de 3,1 bilioane EUR (cu o datorie comună restantă în valoare de 2,85 bilioane EUR la vârf) și ar fi compus din 10 state membre din zona euro. Cea mai mare cotă ar fi deținută de Italia, urmată de Franța și Germania. Întrucât propunerea inițială presupune o garanție solidară, structura nu ar avea un impact semnificativ asupra calității creditului titlurilor emise de fond.
77. În cazul unui transfer de datorii mai mare de 75 % din PIB-ul fiecărui stat membru, în loc de 60 %, la DRF ar urma să participe numai 8 state membre din zona euro (a se vedea anexele 2 și 4)<sup>43</sup>. Volumul maxim al DRF în această ipoteză ar fi de aproximativ 1,7 bilioane EUR, ceea ce ar asigura totuși o piață vastă și lichidă. Cea mai mare cotă din fond ar fi deținută de Italia (901 miliarde EUR), urmată de Franța (363 de miliarde EUR) și de Spania (188 de miliarde EUR), Germania deținând o cotă mai mică (92 de miliarde EUR). Reducerea globală a datoriilor obținută ar fi mai mică, iar partea din fond deținută de țările foarte îndatorate ar fi mai mare. Este posibil ca această opțiune să nu fie viabilă pe o bază *pro rata*, din cauza predominanței țărilor foarte îndatorate.
78. Transferul de datorii echivalente cu 20 % din PIB ar avea ca rezultat un fond de aproximativ 1,9 bilioane EUR. În condițiile în care cuantumul datoriilor transferate ar depinde de PIB, structura fondului ar fi similară cu grila de repartiție a BCE și cu MES (a se vedea tabelul din anexa 2).
79. În afară de reducerea volumului total al DRF, această ultimă variantă ar evita una dintre problemele propunerii inițiale a GCEE, și anume că țările ar avea participații foarte diferite în DRF și ar beneficia de avantajele de economisire a costurilor cu dobânda aduse de DRF în termeni extrem de inegali.
80. De asemenea, aceasta ar permite includerea mai multor sau chiar a tuturor statelor membre din zona euro și, prin urmare, reducerea decalajului dintre guvernanta zonei euro și cea a DRF, deși ar exista compromisuri diferite în funcție de diversele opțiuni privind participarea în calitate de membru (a se vedea secțiunea următoare).

---

<sup>43</sup> De exemplu, Austria, Belgia, Franța, Germania, Irlanda, Italia, Malta, Spania și, în cazul în care s-ar include și țările care fac obiectul unui program, Cipru, Grecia și Portugalia.

81. Această variantă ar putea reduce gradul de vulnerabilitate al unor state membre foarte îndatorate prin reducerea îndatorării excesive, deși într-o măsură mai mică decât în propunerea inițială. Mai mult, „obligațiile stricte impuse de pact” (în special „acordurile de consolidare”) în cadrul DRF/P ar contribui la dezvoltarea unei culturi de disciplină bugetară și reforme structurale care s-ar putea traduce prin reduceri suplimentare ale îndatorării excesive după expirarea DRF/P, astfel cum impun, în orice caz, dreptul UE și TSCG<sup>44</sup>. În plus, având în vedere structura sa, care ar reflecta mai fidel structura capitalului BCE, schema ar oferi, pe parcursul duratei sale de funcționare, un atu pentru punerea în aplicare a politicii monetare și crearea de lichiditate a pieței.
82. Inconvenientul acestei variante este că, la sfârșitul regimului, nivelurile datoriei ar rămâne diferite, iar unele state membre ar avea în continuare un grad considerabil de îndatorare excesivă. Logica ideii inițiale a DRF/P, conform căreia zona euro ar putea începe de la zero odată eliminată problema datoriilor moștenite, nu s-ar concretiza în întregime. În ansamblu, deși acest scenariu nu ar fi perfect conform cu obiectivele stabilite inițial pentru DRF/P, ar putea fi conform cu unele obiective ale emisiunii comune de instrumente de datorie, cum ar fi punerea la dispoziție a unui activ sigur și sprijinirea transiterii politicii monetare.

#### *IV.1.4. Participarea în calitate de membru*

83. Pot fi examinate două variante ale ideii de DRF/P, și anume includerea tuturor statelor membre din zona euro ale căror datorii depășesc un anumit prag sau excluderea țărilor care fac obiectul unui program.
84. În ipotezele care includ toate statele membre din zona euro a căror datorie depășește un anumit prag, volumul global al fondului ar fi mai ridicat, iar calitatea creditului - cel puțin în absența răspunderii solidare - s-ar deteriora. În plus, se poate presupune că MES este cel mai adecvat instrument care poate fi utilizat pentru a rezolva situația acestor țări și a asigura finanțarea lor pe perioada în care acestea participă la program. Cu toate acestea, excluderea dintr-un DRF/P a țărilor care fac obiectul unui program ar însemna că, în etapa inițială, aceste țări ar fi singurele state membre din zona euro care s-ar finanța pentru scadențe mai lungi direct pe piațe, unde s-ar putea confrunța cu condiții și mai nefavorabile. Toate țările și-ar refinața în continuare datoriile cu scadențe sub 2 ani. O a treia opțiune posibilă ar fi să se prevadă că țările care fac obiectul unui program pot - și trebuie - să se alăture DRF/P odată ce au părăsit programul respectiv. Aceasta este o chestiune care necesită, în ultimă instanță, o decizie politică.
85. Un alt aspect care trebuie luat în considerare este statutul statelor membre din zona euro al căror nivel al datoriei este mai mic de 60 % din PIB. În cadrul unei „opțiuni cu cotă egală”, acestea ar putea fi incluse în schemă, pentru a-și reduce datoriile cu o sumă egală cu 20 % din PIB. Participarea voluntară ar putea fi avută în vedere pentru astfel de state membre din zona euro care doresc să participe din motive financiare sau politice (și anume pentru a reduce costurile de finanțare și a lua parte la procesul decizional - a se vedea capitolul VIII).

---

<sup>44</sup> DRF/P, astfel cum a fost propus inițial, ar părea mai strict în mai multe privințe decât cerințele legale introduse între timp prin „pachetul de șase” și TSGC, dar acest lucru nu este complet clar (a se vedea mai jos nota de subsol nr. 46).

#### *IV.1.5. Flexibilitate în etapa de rambursare*

86. Etapa de rambursare ar putea permite o anumită flexibilitate. Acest fapt ar putea servi drept stimulent pentru participarea țărilor cu niveluri scăzute ale datoriei și ar putea fi utilizat, de asemenea, pentru a permite amânarea rambursării pentru țările afectate de dezechilibre economice grave. Cu toate acestea, există și opinia conform căreia posibilitatea în sine de a acorda o asemenea flexibilitate ar accentua hazardul moral potențial creat în cadrul unui DRF/P și ar contrazice obiectivul principal al DRF/P de reducere a datoriei. Mai mult, conform acestei opinii, nu este nevoie de flexibilitate, întrucât toate țările participante au acces la piețele financiare și, la nevoie, pot atenua orice șoc prin intrarea într-un program din cadrul MES.
87. DRF/P ar putea să prevadă, de asemenea, un ritm mai lent de rambursare decât se prevăzuse în propunerea GCEE, ceea ce ar reduce excedentul primar necesar și ar putea spori probabilitatea de a atinge țintele de reducere a datoriei. Prin urmare, ar rezulta fie o durată de funcționare totală mai mare a DRF/P, fie aproximativ aceeași durată de funcționare preconizată de GCEE, dar cu un fond de dimensiuni mai reduse (a se vedea secțiunea IV.1.3 de mai sus).

#### *IV.1.6. Majorări*

88. DRF/P ar putea dispune, de asemenea, de un mecanism integrat de stimulente financiare sub forma unui sistem transparent, eventual cvasiautomat de majorări progresive ale ratei dobânzii. Aceasta ar putea însemna că statele membre care intră în DRF/P cu un nivel mai ridicat al datoriei vor face obiectul unei majorări ușoare a ratei dobânzii, care ulterior ar fi redusă progresiv și automat, pe măsură ce statul membru își reduce nivelul datoriei<sup>45</sup>. Un astfel de sistem de majorare ar putea funcționa ca o recompensă pentru politici bugetare prudente. Acesta ar putea avea un potențial semnificativ de a influența comportamentul factorilor de decizie și, prin urmare, de a asigura conformitatea cu regulile de politică bugetară. Pe de altă parte, majorarea ar putea elimina o parte din avantajul DRF/P în ceea ce privește reducerile costurilor cu serviciul datoriei, prin urmare, ar trebui să se stabilească un nivel suficient de scăzut pentru ca DRF/P să își joace totuși rolul în facilitarea ajustării bugetare.

#### *IV.1.7. Aspecte legate de administrarea datoriei*

89. Având în vedere dimensiunea, precum și calendarul său, DRF/P ar necesita un Birou centralizat de administrare a datoriei la nivel european, care ar coopera cu birourile naționale de administrare a datoriei. Propunerea privind DRF/P ar necesita, de asemenea, instituirea de măsuri de supraveghere și de competențe decizionale semnificative pentru a se asigura că normele sunt respectate și pentru a putea reacționa la orice încălcare a normelor. Acest lucru ar fi depășit, totuși, competența tehnică a unui Birou de administrare a datoriei, deci aceste prerogative ar trebui să fie acordate unor instituții politice care acționează cu un nivel adecvat de legitimitate și de responsabilitate.

---

<sup>45</sup> De exemplu, pentru orice țară care participă la un DRF/P cu un nivel al datoriei mai mare de 80 % din PIB, ar putea fi aplicată o majorare definită ca un spread liniar de 0,15 puncte procentuale per tranșă suplimentară de 10 % din PIB (cu alte cuvinte, unei țări cu o datorie de 100 % din PIB i s-ar aplica un spread de 0,3 puncte procentuale, uneia cu o datorie de 120 % din PIB i s-ar aplica un spread de 0,6 puncte procentuale).

## **IV.2. Analiza avantajelor unui DRF/P în ceea ce privește caracterul adecvat pentru/capacitatea de a atinge diferitele obiective**

### *IV.2.1. Sustenabilitatea finanțelor publice și stabilitatea financiară*

#### *a) Reducerea nivelurilor datoriei și atenuarea presiunii exercitate de serviciul datoriei asupra bugetelor actuale*

90. DRF/P ar combate îndatorarea excesivă și ar putea fi considerat drept o modalitate de a contribui la stoparea cercului vicios al datoriei nesustenabile și al creșterii economice scăzute. În același timp, prin faptul că ar contribui la clarificarea implicațiilor sistemice ale situației actuale, DRF/P ar putea îmbunătăți credibilitatea viitoare a principiului „no bail-out”.
91. DRF/P ar putea reduce costurile de finanțare a datoriei publice cel puțin pentru câteva state membre, prin reducerea spreadurilor randamentelor și a costurilor de finanțare pentru statele membre care participă la această schemă. Amploarea acestor reduceri ale costurilor de îndatorare ar depinde în mare măsură de structura garanției și de ratele de dobândă de referință. Reducerea spreadurilor mari care au apărut în momentul de vârf al crizei (și care între timp au scăzut considerabil), permițându-le astfel țărilor cu datorii foarte mari să își atingă obiectivele bugetare, a fost intenția principală a DRF/P.
92. În total, costurile de finanțare ar putea fi reduse cel mai mult printr-un DRF cu o garanție solidară, întrucât acesta ar reduce cel mai mult prima de risc de credit. Deși randamentele pentru partea „națională” a datoriei ar putea crește, se așteaptă ca cheltuielile globale cu serviciul datoriei în țările puternic îndatorate să poată fi reduse printr-o combinație între elementul de asigurare al datoriei mutualizate și credibilitatea suplimentară a consolidării bugetare aduse de „pact”. Impactul ar putea fi consolidat și mai mult prin scăderea primei de lichiditate, cel puțin imediat după sfârșitul etapei inițiale.
93. În cadrul unui sistem de dimensiunea propusă inițial și susținut printr-o garanție *pro rata*, efectul este totuși destul de incert, având în vedere că mărimea fondului și, mai ales, structura acestuia (și anume faptul că statele membre foarte îndatorate vor avea o cotă relativ ridicată din garanție) ar mări costurile de finanțare, cel puțin pentru statele membre cu o calitate mai bună a creditului. Din acest motiv, ca opțiune alternativă în cazul unei structuri de garantare *pro rata*, ar putea fi luat în considerare un DRF mai mic, cu o structură diferită, către care fiecare stat membru participant să transfere o cotă egală din datorie. În cazul în care fondul este totuși de mare amploare, scăderea primei de lichiditate ar putea determina unele economii de costuri. În plus, în cazul statelor membre mici, există încă întrebări cu privire la prima de lichiditate pe restul emisiunii.



*b) Reducerea spiralei de reacție dintre bănci și entitățile suverane*

94. Un activ lichid și sigur (precum titlurile DRF) ar permite ca bilanțurile bancare să fie mai reziliente la crizele datoriilor suverane. Prin urmare, partea din împrumuturile acordate de bănci guvernelor lor s-ar reduce, iar legătura dintre sistemul bancar național și entitatea suverană a acestuia s-ar diminua substanțial. Combaterea acestei spirale de reacție ar trebui să aibă un efect pozitiv asupra stabilității financiare în sens larg.
95. Mai mult, titlurile DRF ar putea fi un activ stabil, contribuind astfel la o mai mare stabilitate a bilanțurilor băncilor. Combinat cu efectul de reducere a expunerii sectorului bancar față de propriul guvern, acest lucru ar consolida reziliența sectorului și ar diminua sensibilitatea acestuia la șocuri macroeconomice.

*c) Îmbunătățirea rezilienței zonei euro*

96. DRF/P are potențialul de a îmbunătăți reziliența zonei euro în cazul viitoarelor crize financiare. Pentru sectorul bancar, s-ar înregistra o îmbunătățire datorită efectului stabilizator al unui activ sigur. Pentru guverne, îmbunătățirea ar avea loc în etapa inițială, prin garantarea accesului la piață și reducerea costului de finanțare a unei părți semnificative din datorie.
97. DRF/P ar reduce, în același timp, riscul de contagiune și ar acorda statelor membre timpul necesar și un cadru pentru a pune în aplicare reforma bugetară și structurală. În plus, prin asigurarea finanțării unei părți semnificative a datoriei lor, schema ar sprijini eforturile depuse de statele membre pentru realizarea de reforme structurale sensibile din punct de vedere politic. În același timp, condițiile incluse în acordul de consolidare ar contribui la asigurarea faptului că aceste reforme sunt realizate efectiv.

*d) Asigurarea unei rezerve de protecție financiară împotriva efectelor șocurilor asimetrice*

98. Un DRF/P ar putea asigura finanțarea guvernelor foarte îndatorate la costuri mai reduse și ar putea ameliora condițiile de acces pe piață aplicate acestora. Un DRF/P ar putea, așadar, să asigure o rezervă de protecție financiară împotriva efectelor șocurilor asimetrice. Un DRF/P ar putea combate problema îndatorării excesive și ar contribui la readucerea tuturor statelor membre la o poziție financiară stabilă pe termen lung, diminuând astfel riscul de reînnoire, în special în eventualitatea unor schimbări subite în percepția pieței, și asigurând accesul pe piață.

*e) Un puternic angajament global față de sustenabilitatea finanțelor publice și stabilitatea financiară*

99. În ansamblu, DRF/P, atât prin partea de „fond”, cât și prin partea de „pact”, ar presupune și ar promova un puternic angajament reciproc din partea statelor membre participante pentru o perioadă lungă de timp. Un angajament atât de puternic ar diminua nevoia de asistență financiară prin intermediul MES, ar contribui la eficacitatea politicii monetare și ar pregăti calea către un regim „no-bail out” credibil. În acest sens, DRF/P nu ar trebui redus la o schemă care să ofere

avantaje numai pentru statele membre foarte îndatorate și să presupună numai costuri și riscuri pentru celelalte, ci avantajele schemei - ca și cele ale altor scheme posibile de emisiune comună - ar fi în interesul pe termen lung al tuturor statelor membre.

#### *IV.2.2. Integrarea financiară și politica monetară*

100. DRF/P, mai ales dacă ar fi susținut printr-o garanție solidară, ar putea reduce gradul în care riscul de credit al unei entități suverane se reflectă în costul de finanțare pentru bănci. Cu un DRF/P construit pe baza unei garanții *pro rata*, efectul ar putea depinde de cotele deținute de fiecare stat membru. În plus, o piață integrată și foarte lichidă a titlurilor de stat ar fi atractivă pentru o gamă largă de investitori naționali și străini, inclusiv băncile centrale, și ar putea fi utilizată ca garanție reală.
101. Un activ sigur, care ar stabili randamente de referință, ar putea contribui, de asemenea, la stimularea emisiunii de către emitenți nesuverani, de exemplu, întreprinderi, municipalități și societăți financiare și, prin urmare, ar contribui la dezvoltarea de alternative la intermedierea financiară bancară în Europa. Disponibilitatea unui activ de referință lichid pentru zona euro ar putea, de asemenea, să faciliteze funcționarea piețelor de instrumente financiare derivate denumite în euro. Titlurile emise de DRF/P ar putea deveni titluri de referință pentru stabilirea și actualizarea prețurilor, ceea ce ar atrage volume mari de tranzacționare. Lichiditatea pe care o atrag titlurile de referință are o valoare inerentă, care este reflectată în randamentul mai scăzut al acestora. În aceste moduri, DRF/P ar putea, prin urmare, să conducă la scăderea costurilor de finanțare, atât pentru sectorul public, cât și pentru sectorul privat din zona euro și să susțină astfel potențialul de creștere pe termen mai lung al economiei.
102. Un DRF/P ar putea consolida încrederea generală a pieței și ar putea avea un impact global pozitiv asupra piețelor financiare și a intermediării financiare. Reducerea îndatorării excesive ar putea, prin urmare, să contribuie la integrarea financiară pe termen lung.

#### *IV.2.3. Completarea cadrului de guvernare economică al UE*

103. O caracteristică importantă a DRF/P este faptul că, pe lângă datoria emisă în comun, acesta presupune și condiții și un cadru de reformă pentru statele membre participante. Acest lucru ar putea consolida cadrul de guvernare economică al UE pe termen lung (având în vedere perioada lungă de existență a unui DRF/P). Normele stricte cuprinse în DRF/P, inclusiv acordurile de consolidare cu caracter obligatoriu, ar putea duce la o consolidare a aplicării în practică și a asigurării respectării mecanismelor de coordonare a politicii economice și de supraveghere bugetară multilaterală ale UE. Acest lucru presupune includerea condițiilor suplimentare asociate unui DRF/P în guvernarea economică a UE și evitarea planurilor decizionale paralele (a se vedea capitolul VIII). De asemenea, ar putea exista un efect stimulator decurgând dintr-un sistem de majorări.

### **IV.3. Posibile efecte economice și financiare nefavorabile și riscuri ale unui DRF/P**

104. DRF/P are un obiectiv prioritar de a reduce nivelurile datoriilor publice în zona euro. Acest obiectiv poate fi realizat dacă DRF/P funcționează în mod eficace, pe

toată perioada existenței sale, în conformitate cu normele sale stricte și ipotezele macroeconomice subiacente. Cu toate acestea, eforturile economice, financiare și politice necesare pentru înființarea unui DRF/P ar putea genera și unele efecte negative, provocări și riscuri. Acestea ar fi atenuate într-o oarecare măsură în cazul unui DRF/P mai mic, cu un orizont de timp mai scurt. Pot fi menționate trei tipuri:

105. Primul, în ceea ce privește costul de finanțare: schema de DRF/P cu garanție solidară ar duce probabil la costuri de finanțare mai ridicate pentru statele membre cu cea mai bună calitate a creditului, deoarece, pentru acestea, o parte din efectul de „reorientare către active de calitate mai bună” ar fi inversat - lucru care oricum se poate întâmpla în orice moment - și având în vedere faptul că acestea vor prelua pasive contingente mari. Garanția solidară ar putea avea, de asemenea, un efect negativ asupra bonității statelor membre mici, întrucât este dificil de imaginat că un stat membru mic ar fi în măsură să își onoreze garanția acordată în favoarea unui stat membru mare, foarte îndatorat. Prin urmare, garanția ar fi în realitate responsabilitatea unui număr foarte mic de state membre mari și cu niveluri scăzute ale datoriei.
106. Cadrul DRF/P garantează că un nivel scăzut al datoriei și calitatea creditului aferentă ar fi pe deplin realizate doar după un anumit număr de ani (cu toate că unele efecte pozitive asupra piețelor ar putea fi așteptate mult mai devreme), în timp ce pe perioada existenței fondului, statele membre mai puternice s-ar putea confrunta cu o provocare în cazul executării garanției solidare.
107. Și un DRF/P cu o garanție *pro rata* ar conduce, probabil, la un cost de finanțare mai ridicat pentru statele membre cu rating foarte bun, în timp ce pentru cele cu rating slab, reducerile costurilor cu dobânzile necesare pentru respectarea pactului care face parte din DRF/P ar fi mai mici decât în ipoteza răspunderii solidare, ceea ce ar putea prezenta anumite riscuri pentru îndeplinirea angajamentelor. Cota garanțiilor foarte îndatorați ar putea fi relativ ridicată, cu un efect negativ asupra calității creditului. Odată ce garanția și, prin extrapolare, întreaga schemă, și-au pierdut credibilitatea, riscul de respingere pe piață crește considerabil. Acest risc ar putea fi atenuat de opțiunea alternativă a unui DRF mai mic, cu o compoziție diferită.
108. În al doilea rând, obiectivele emisiunii comune care sunt legate de funcționarea pieței financiare ar putea fi îndeplinite cel mai bine în faza inițială, când dimensiunea și lichiditatea DRF vor fi cele mai mari. Pe măsură ce lichiditatea ar scădea în mod sistematic, beneficiile legate de activul sigur, transmiterea politicii monetare și prima de lichiditate ar fi eliminate treptat, însă scăderea nivelului global al lichidității ar putea fi compensată prin reducerile globale ale costurilor de finanțare obținute de statele membre participante. Acest risc ar dispărea dacă pe durata de funcționare a DRF/P integrarea zonei euro ar continua, evoluând către un buget comun, sau dacă s-ar crea alte active sigure.
109. În al treilea rând, ar putea exista riscuri de politică macroeconomică, în cazul în care excedentele primare necesare pentru îndeplinirea planului de rambursare s-ar dovedi a fi prea ridicate. DRF ar putea prezenta o dilemă între flexibilitate și hazard moral: se pare că normele stricte ale DRF/P - care sunt justificate de grija de a combate potențialul ridicat de hazard moral - nu dispun de flexibilitatea care ar putea fi necesară în cazul unui nou șoc extern pentru economii (o astfel de flexibilitate este integrată în TSCG și PSC). Propunerea inițială ține cont, totuși, de o astfel de

posibilitate prin stabilirea plăților de rambursare către fond ca procent din PIB, astfel încât acestea să fluctueze odată cu ciclul economic. Cu toate acestea, conform câtorva Experți, s-ar putea ca acest lucru să nu fie suficient pentru a le permite guvernelor să reacționeze în mod flexibil și adecvat la situații economice neprevăzute în cursul perioadei îndelungate de 25 de ani<sup>46</sup>. Acestea fiind spuse, alți Experți ar dori să remarce faptul că s-ar putea ca excedentele primare impuse în temeiul unui DRF/P, în funcție de caracteristicile conceptuale ale acestuia, să nu fie mai mari sau chiar să fie mai mici decât cele necesare pentru a garanta respectarea PSC revizuit și a TSGC și pentru a asigura sustenabilitatea datoriei. Se poate presupune că un DRF/P ar fi util pentru a ajuta (cel puțin o parte dintre) statele membre să le atingă mai ușor, datorită reducerii costurilor de finanțare.

110. Lipsa de flexibilitate ar putea afecta credibilitatea schemei în două modalități: în primul rând, în cazul în care normele nu se modifică, s-ar putea ca unul sau mai multe state membre să nu fie în măsură să își onoreze angajamentele față de fond și de ceilalți creditori. În al doilea rând, în cazul în care normele se modifică, hazardul moral legat de schemă va crește în mod semnificativ. În ambele cazuri, credibilitatea schemei ar fi subminată grav, slăbind oarecum efectul stabilizator, cu excepția cazului în care ar exista mecanisme care să atenueze riscurile respective, cum ar fi, de exemplu, MES.
111. În general, din punctul de vedere al politicilor macroeconomice, principala provocare a unui DRF/P ar fi respectarea normelor stabilite în avans pentru un anumit număr de ani, care s-ar putea dovedi nesustenabilă sau ar produce efecte secundare care ar putea contrabalansa beneficiile schemei. În plus, din punct de vedere macroeconomic și politic, este posibil ca odată cu instituirea DRF/P să înceapă să se acumuleze presiuni politice în sensul mutualizării permanente a datoriei. Acesta este motivul pentru care propunerea inițială a GCEE a inclus o obligație de a organiza un referendum în statele membre pentru orice prelungire a DRF/P.

## V. IDEEA EUROBILLS: CONCEPT, AVANTAJE, RISCURI

112. Până în prezent au fost publicate mai multe propuneri privind *eurobills*, cu diferențe la nivelul caracteristicilor, cum ar fi tipul de garanție sau scadența.<sup>47</sup> Prezentul

---

<sup>46</sup> DRF/P, astfel cum a fost propus inițial, ar părea mai strict decât cerințele legale introduse între timp prin „pachetul de șase” și TSGC, în mai multe privințe: ar include acorduri de consolidare obligatorii care impun consolidarea bugetară și reforme structurale, în mod similar cu programele actuale din cadrul MES, însă pentru *fiecare dintre statele membre participante* și cu aplicabilitate pe întreaga durată de funcționare a DRF/P - condiții mult mai cuprinzătoare decât recomandările neobligatorii ale cadrului de guvernanță actual. În plus, obligațiile de efectuare a plăților de rambursare, astfel cum au fost definite inițial, ar trebui să fie respectate cu strictețe în fiecare an, în timp ce normele actuale ale UE și TSGC permit totuși o anumită flexibilitate bugetară în cazul șocurilor externe care afectează economiile. Acestea fiind spuse, ideea de DRF/P a fost elaborată înainte de TSGC și de normele din „pachetul de șase”, iar câțiva Experți consideră că ideea ar putea fi înțeleasă sau adaptată în sensul simplei preluări a gradului de obligații bugetare existent în temeiul normelor actuale ale UE.

<sup>47</sup> A se vedea, de exemplu: EPDA (2008), *A common European Government Bond*, document de dezbatere, septembrie 2008, împreună cu un rezumat al anchetei și discuției din cadrul SIFMA (2009), *Towards a Common European T-Bill*, notă de informare, martie 2009. C. Hellwig și T. Philippon (2011), *Eurobills, not Eurobonds*, vox.eu.org, 2 December 2011; ELEC (2012), *The ELEC 'Euro T-Bill Fund*, 27 ianuarie 2012; Graham Bishop, *The Temporary Eurobill Fund*, publicat inițial în septembrie

capitol nu analizează fiecare propunere individuală, ci descrie și evaluează diversele caracteristici și variante conceptuale pe care le-ar putea avea *eurobills* (V.1.), înainte de a examina caracterul adecvat al acestora în ceea ce privește atingerea obiectivelor (V.2.) și riscurile economice și financiare (V.3.).

### V.1. Caracteristici de bază și variante conceptuale ale *eurobills*

113. În prezentul raport, *eurobills* sunt înțelese ca titluri de stat cu venit fix și cu o scadență predefinită, pe termen destul de scurt (până la un an sau doi ani), emise în comun de către statele membre din zona euro. Statele membre ar trebui să renunțe la dreptul de a emite instrumente de datorie naționale în plaja de scadențe acoperite de *eurobills*; cu alte cuvinte, *eurobills* ar deveni singurele instrumente de datorie publică pe termen scurt din zona euro. Statele membre ar continua să emită titluri de stat cu scadență mai mare. Ar trebui stabilită în prealabil o dimensiune maximă a emisiunii de *eurobills*, prin intermediul unor limite pentru fiecare țară în parte. În plus, ar trebui stabilite anual plafoane de finanțare prin emisiune comună pentru fiecare stat membru participant. De asemenea, ar exista norme și mecanisme concepute pentru a limita hazardul moral, mergând până la un sistem de eventuală excludere din schema de emisiune comună de instrumente de datorie (a se vedea capitolul VI).
114. Pe lângă elementele comune descrise mai sus, ar trebui să fie definite mai multe caracteristici ale *eurobills*, de exemplu:
- structura de garantare a unui fond de *eurobills*;
  - scadențele exacte acoperite;
  - calitatea de membru;
  - durata schemei;
  - aspectele tehnice ale emisiunii [opțiuni pentru etapa inițială; emisiunea reciprocă (*back-to-back*) comparativ cu emisiunea regrupată (*pooled issuance*) etc.];
  - aspecte legate de administrarea datoriei.

A se vedea, de asemenea, tabelul cu principalele modele de *eurobills* din anexa 5.

#### V.1.1. Structura de garantare

115. În cazul structurilor de garantare *pro rata*, fiecare stat membru garant ar fi răspunzător în limita cotei sale din emisiunea de *eurobills*. Urmând exemplul structurii capitalului MES, capitalul unui fond de *eurobills* ar consta într-o mică parte de capital vărsat și un procent mai mare de capital subscris nevărsat, subscris de către fiecare stat membru participant *pro rata*, în conformitate cu o grilă stabilită în textul juridic de înființare, eventual împreună cu o îmbunătățire a calității

creditului (a se vedea mai jos). În schimb, în cadrul garanțiilor solidare, fiecare stat membru ar fi răspunzător și pentru cota oricărui alt stat membru: volumul total al *eurobills* ar fi garantat integral de fiecare stat membru participant din zona euro (pentru o descriere mai detaliată a acestor două structuri de garanție, a se vedea secțiunea IV.1.2. de mai sus).

116. O structură *pro rata* limitează răspunderea fiecărui stat membru participant la cota din capital a acestuia, astfel cum a fost stabilită în textul juridic de înființare și, în consecință, limitează elementul de partajare a riscurilor financiare. În plus, această caracteristică ar putea să fie conformă cu actualele tratate ale UE, astfel cum a confirmat CEJ (a se vedea capitolul VII de mai jos). În același timp, aceasta ar însemna, de asemenea, că orice modificare a ratingului suveran al unui stat membru participant (mare) ar conduce, foarte probabil, la o modificare corespunzătoare a ratingului de credit al *eurobills*.
117. Este probabil ca garanția solidară (care ar necesita o modificare a tratatului, a se vedea capitolul VII), să contribuie la o scădere mult mai accentuată a primelor de risc de credit, deoarece emisiunea de către state membre cu rating mai slab ar putea beneficia de calitatea creditului statelor membre cu rating mai bun. Randamentul *eurobills* emise cu o garanție solidară ar putea fi comparabil cu randamentul actualelor bonuri de trezorerie emise de statele membre cu cel mai bun rating, sau ar putea fi chiar mai redus, din cauza lichidității mai mari a piețelor de *eurobills*.
118. O garanție *pro rata* ar avea un impact mai scăzut asupra costului de finanțare (mediu) al statelor membre decât o garanție solidară, deoarece, în principiu, o garanție *pro rata* implică faptul că prima de risc de credit a *eurobills* ar fi determinată de primele de risc de credit ale statelor membre participante.
119. Dacă un mecanism de protecție credibil ar putea reduce suficient de mult probabilitatea ca *eurobills* să nu fie rambursate, ar exista un potențial de reducere a primei de risc de credit a acestora. De exemplu, MES ar putea oferi un astfel de mecanism de protecție, prin furnizarea de asistență financiară unui stat membru din zona euro în cazul în care constrângerile financiare ale unui stat membru afectează calitatea creditului statului membru respectiv și, prin urmare, calitatea *eurobills*. Cu toate acestea, deși un mecanism de protecție, precum MES, ar reprezenta un factor important din punct de vedere economic pentru încrederea investitorilor, acesta nu ar putea fi o parte juridică din structura de garantare a fondului de *eurobills* propriu-zis. Prin urmare, acesta nu ar putea înlocui existența unui capital adecvat al fondului de *eurobills*. În plus, capacitatea unui mecanism de protecție de a câștiga încrederea unui număr mai mare de investitori va depinde și de dimensiunea acestuia în raport cu volumul total al emisiunii de *eurobills*. Este îndoielnic dacă actuala putere de creditare a MES (500 de miliarde EUR) ar fi suficientă în cazul unui fond de *eurobills* mare, care ar emite titluri cu o scadență de până la 2 ani, și al apariției unor dificultăți într-un stat membru.
120. Statele membre cu un risc de credit foarte scăzut s-ar putea confrunta cu o situație în care *eurobills* susținute printr-o garanție *pro rata* ar avea un risc de credit mai ridicat decât cel al certificatelor lor de trezorerie actuale. Diferența exactă este dificil de prevăzut, deoarece ar depinde de condițiile reale de piață și de câteva caracteristici ale schemei de *eurobills*, și anume dimensiunea totală a emisiunii de

*eurobills*, relația dintre aceasta și capitalul unui fond de *eurobills*, statele membre participante și existența unor mecanisme de protecție credibile.

121. Cu toate acestea, indiferent de tipul de garanție, *eurobills* ar putea contribui la creșterea rezilienței statelor membre la crizele legate de situația sectorului bancar național, prin reducerea spiralei de reacție dintre bănci și entitățile suverane și consolidarea stabilității financiare, ca urmare a expunerii mai reduse a băncilor la datoria publică internă.
122. Ambele tipuri de garanție ar aduce beneficii în ceea ce privește punerea în comun a emisiunii și un cost mediu de finanțare mai scăzut ca urmare a unei prime de lichiditate mai mici. Impactul asupra primei de lichiditate ar depinde de dimensiunea noii piețe. În general, primele de lichiditate globale ale emisiunilor efectuate de statele membre ar scădea (deși, pentru unele state membre, este posibil să nu existe o diferență semnificativă), deoarece primele de lichiditate ale *eurobills* ar scădea, iar prima de lichiditate a celeilalte părți a datoriei restante ar trebui, în principiu, să rămână neschimbată. Cu toate acestea, ar trebui subliniat faptul că, în cazul unei garanții *pro rata*, soliditatea și bonitatea schemei depind de dimensiunea acesteia, chiar dacă există un mecanism de protecție, iar dimensiunea sa depinde în cea mai mare parte de plaja de scadențe acoperită de *eurobills*.
123. În ceea ce privește măsurile de îmbunătățire a calității creditului, toate avantajele și dezavantajele discutate în capitolul IV privind DRF/P s-ar aplica și în cazul *eurobills*. Cu toate acestea, având în vedere scadența redusă a *eurobills*, este posibil ca măsurile de îmbunătățire a calității creditului să pară mai puțin relevante, dar acest lucru ar depinde și de dimensiunea unui fond de *eurobills* și de cât de realistă este considerată în practică posibilitatea ca un fond de *eurobills* să decidă să oprească sau să reducă emisiunea de *eurobills* de la un an la altul.

#### V.1.2. Scadențele acoperite

124. În mod tradițional, bonurile de trezorerie acoperă scadențe de până la un an. Prin urmare, o posibilitate ar fi ca *eurobills* să acopere intervalul de scadențe respectiv, și anume de la foarte scurt (de exemplu, o săptămână) până la un an. Alternativa ar fi *eurobills* cu scadențe de până la doi ani. Diferența dintre aceste două opțiuni în ceea ce privește dimensiunea estimată totală a fondului este semnificativă. Pentru *eurobills* cu scadențe mai mici de un an, valoarea estimată pe baza situației actuale (de exemplu, pe baza unui instantaneu al datoriei restante pe termen scurt ale statelor membre din zona euro la data de 6 februarie 2014) ar fi de aproximativ 493 de miliarde EUR, în timp ce includerea tuturor emisiunilor care ajung la maturitate în termen de doi ani ar duce la suma de aproximativ 780 de miliarde EUR. Dacă se exclud statele membre incluse într-un program, aceste cifre ar fi de 470 de miliarde EUR și, respectiv, 738 de miliarde EUR (a se vedea tabelul din anexa 5).
125. Emisiunea de instrumente de datorie publică pe termen scurt în zona euro numai sub forma *eurobills* ar asigura crearea rapidă a unei piețe vaste și lichide. Cu toate acestea, ar trebui asigurată administrarea prudentă a datoriei publice și ar trebui instituită o structură globală solidă a scadențelor.
126. Plaja de scadențe mai restrânsă, de exemplu, de până la un an, ar reduce dimensiunea stocului de *eurobills* și ar avea ca rezultat o vandabilitate mai scăzută.

Cu toate acestea, și o emisiune comună mai mică (deși substanțială) ar putea avea o serie de avantaje. În primul rând, în cazul unei garanții *pro rata*, ar fi necesar mai puțin capital pentru finanțarea garanției, ceea ce ar îmbunătăți calitatea creditului. În al doilea rând, emisiunea în comun a unei părți mai mici din emisiunea totală ar putea implica un nivel mai redus al hazardului moral. În plus, dacă fondul este conceput ca temporar, ar fi mai credibil ca scadența titlurilor să nu fie prea lungă.

127. Dimensiunea emisiunii de *eurobills* ar depinde, de asemenea, de volumul care urmează să fie emis pentru a acoperi nevoile de finanțare ale fiecărui stat membru. Pentru a evita dependența excesivă de finanțarea pe termen scurt este necesar să se plafoneze emisiunea de *eurobills* disponibilă pentru fiecare stat membru din zona euro. Limita specifică ce urmează a fi stabilită ar trebui să asigure un just echilibru între dimensiunea și lichiditatea pieței, transparența și calitatea/credibilitatea creditului. Limitele ar putea fi stabilite în termeni absoluți, și anume ca valoare nominală pentru fiecare stat membru, sau ca limită relativă, definită ca procent din totalul datoriei publice sau din PIB. Limitele exacte privind emisiunea ar depinde, în mod evident, și de plaja de scadențe aleasă pentru *eurobills*. Definirea unor limite specifice fiecărei țări în ceea ce privește emisiunea s-ar putea dovedi complicată, deoarece, în acest moment, dispersia ponderii bonurilor de trezorerie în datoria restantă globală în statele membre din zona euro este relativ ridicată. Dacă, în cazul unui fond de *eurobills* care acoperă scadențe de până la 2 ani, se stabilește o limită legală absolută pentru emisiunea prin *eurobills* de 30 % din totalul datoriilor pentru fiecare țară, dimensiunea maximă estimată a fondului ar fi de aproximativ 1,9 bilioane EUR (sau de 1,8 bilioane EUR dacă sunt excluse țările care fac obiectul unui program) - în ciuda faptului că, în condiții normale de piață (adică atunci când nu există probleme legate de accesul pe piață), dimensiunea schemei ar fi mai redusă. În cazul unui fond cu scadențe de până la un an și plafonat la 10 % din PIB-ul fiecărei țări, dimensiunea maximă estimată a fondului ar fi de aproximativ 960 de miliarde EUR (908 miliarde EUR dacă sunt excluse țările care fac obiectul unui program) (a se vedea tabelul din anexa 5).
128. *Eurobills* ar fi singurele titluri de stat pe termen scurt denumite în euro emise colectiv de guvernele din zona euro, în timp ce emisiunea pe termen mediu și lung ar fi organizată exact așa cum se întâmplă în prezent. Cu toate acestea, măsurile de îmbunătățire a calității creditului (care acordă prioritate sau alocă unor scopuri speciale anumite fluxuri de venituri) ar putea să înrăutățească indirect calitatea creditului emisiunilor „naționale”; acesta este unul dintre motivele pentru care astfel de măsuri sunt evaluate aici în mod critic (a se vedea mai sus).
129. Pe de altă parte, prin creșterea potențială a stabilității financiare și asigurarea emisiunii în bune condiții a titlurilor pe termen scurt, cu costuri mai reduse, *eurobills* ar putea îmbunătăți situația financiară generală a statelor membre. De asemenea, *eurobills* ar putea avea un efect pozitiv asupra percepției pieței în ceea ce privește emisiunile pe termen mediu și lung efectuate de statele membre.

### V.1.3. Participarea în calitate de membru

130. Există trei opțiuni de bază pentru acceptarea de participanți în cadrul schemei de *eurobills*:

#### a. Participarea obligatorie a tuturor statelor membre din zona euro



131. În cadrul acestei opțiuni, toate statele membre din zona euro ar fi obligate să participe la emisiunea de *eurobills*. Acest lucru ar însemna o structură conceptuală simplă, o emisiune de mari dimensiuni, o mare importanță a emisiunii pe piață, precum și acces egal la finanțare pe termen scurt pentru toate statele membre. O astfel de schemă ar putea reprezenta un semn de angajament față de uniunea monetară din partea tuturor statelor membre. Cu toate acestea, abordarea ar putea ridica semne de întrebare cu privire la calitatea creditului, din cauza faptului că unele state membre, în special cele care fac obiectul unui program de ajustare, au o calitate a creditului mai slabă. Pe de altă parte, statele membre care fac obiectul unui program sunt supuse unei supravegheri și unor condiții suplimentare care vizează redresarea calității creditului și restabilirea accesului pe piață pentru toate scadențele. Includerea țărilor care fac obiectul unui program ar limita efectul de stigmatizare și ar crea stimulente pozitive în sensul părăsirii programului.

*b. Statele membre din zona euro, cu excluderea țărilor care fac obiectul unui program*

132. În cadrul acestei opțiuni, calitatea creditului, atât medie cât și minimă, a statelor membre participante ar fi mai mare. Acest fapt ar avea relevanță în special pentru calitatea creditului instrumentelor de datorie emise în comun care nu s-ar baza pe un regim de răspundere solidară. Mărimea fondului ar fi ceva mai mică decât în cazul opțiunii a., deși ar fi totuși substanțială. Țările care fac obiectul unui program s-ar alătura schemei de emisiune a *eurobills* după ce au părăsit programul. Cu toate acestea, pe durata programelor, accesul la piețele de finanțare pe termen scurt al țărilor care fac obiectul unui program ar putea fi îngreunat și mai mult, deoarece acestea ar trebui să concureze cu *eurobills* lichide și sigure. Prin urmare, unul dintre beneficiile potențiale oferite de *eurobills*, și anume reziliența sporită la crizele de încredere, ar putea fi parțial pierdut dacă țările cele mai vulnerabile nu ar fi incluse.

*c. Participarea voluntară*

133. În mod alternativ, statele membre ar putea fi libere să aleagă dacă participă sau nu. Această libertate de alegere ar putea fi permisă fie la începutul schemei, fie pe o bază continuă. Cu toate acestea, opțiunea nu este viabilă dacă ar alege să participe în primul rând emitenții cu rating mai slab și emitenții mici. De asemenea, există riscuri la adresa lichidității globale a instrumentului (în cazul în care participarea ar fi, în general, limitată) și a stabilității piețelor și a instrumentului (în cazul în care participarea ar face obiectul unor modificări repetate). În plus, această opțiune nu ar îndeplini obiectivul referitor la integrarea în continuare a zonei euro.

*d. Participarea condiționată*

134. Ar putea exista și alte condiții de eligibilitate, menite să limiteze hazardul moral, cum ar fi respectarea strictă a guvernantei economice a UE (actuală sau, eventual, consolidată), dovedită pe o perioadă predefinită de timp înainte de admiterea în schemă („perioada de probă”, a se vedea capitolul VI).

*V.1.4. Durata*

135. Una dintre propuneri prezintă *eurobills* ca fiind o schemă temporară. Un astfel de mecanism ar putea servi drept „model-pilot” pentru o schemă permanentă și ar permite statelor membre să vadă cum ar funcționa în practică schema, cum ar fi percepută de către investitori și cum ar afecta sectorul financiar și economia în sens larg. De asemenea, ar putea fi avut în vedere din motive juridice și de responsabilitate (a se vedea capitolele VII și VIII)<sup>48</sup>. Unii Experți susțin că, în cazul în care schema s-ar dovedi a fi impracticabilă dintr-un motiv sau altul, aceasta ar fi ușor de lichidat și, dacă ar fi anunțată de la început ca fiind temporară, fără a provoca perturbări pe piață. Totuși, alți Experți consideră că o schemă de *eurobills* ar suscita, în orice caz, așteptări ale pieței de a deveni permanentă, prin urmare, revenirea la emisiuni pur naționale ar implica un anumit risc pentru stabilitate. Dimensiunea acestui risc crește odată cu dimensiunea fondului temporar de *eurobills*. Chiar dacă ar fi instituită numai temporar, o schemă de *eurobills* ar fi în măsură să răspundă crizelor de lichiditate prin asigurarea accesului constant al tuturor statelor membre la finanțare pe termen scurt.
136. Pe de altă parte, majoritatea beneficiilor pentru care au fost concepute *eurobills* nu ar putea fi obținute decât dacă sistemul ar fi permanent. În primul rând, o schemă temporară ar fi dificil de comercializat către investitori, în comparație cu alte instrumente globale pe termen scurt, chiar și în lipsa unor alternative adecvate în cadrul zonei euro în sine. În general, investitorii trebuie să poată avea încredere într-o perspectivă pe termen lung înainte de a cumpăra titluri de valoare și doar în aceste condiții își vor adapta strategiile de investiții și, în cazul investitorilor instituționali, procedurile. În al doilea rând, efectele posibile asupra politicii monetare ar fi mai de durată în cadrul unei scheme permanente. În sfârșit, pentru ca *eurobills* să poată contribui la integrarea în continuare a piețelor financiare din zona euro, ar trebui ca acestea să fie permanente.

*V.1.5. Aspectele tehnice ale emisiunii*

137. Din punct de vedere tehnic/financiar, introducerea *eurobills* ar putea fi relativ rapidă și simplă. Dacă toate statele membre și-ar refinața bonurile de trezorerie cu *eurobills*, o proporție semnificativă din emisiunea de titluri pe termen scurt din zona euro s-ar realiza prin *eurobills* după numai trei luni. După un an, emisiunea ar fi aproape de ținta stabilită.
138. Cel mai transparent tip de emisiune, care ar facilita și distribuția fluxurilor de venituri și a costurilor cu serviciul datoriei, ar fi emisiunea de tip „*back-to-back*”,

---

<sup>48</sup> Ar trebui remarcat și faptul că, chiar și în cazul unei scheme permanente, ar putea exista cerințe constituționale de a supune obligațiile concrete asumate votului obișnuit în parlamentele naționale, a se vedea capitolul VII.

adică entitatea emitentă ar emite numai volumele cerute de statele membre, la solicitarea acestora. După emisiune, încasările ar fi distribuite în conformitate cu solicitările, iar la scadență statele membre ar rambursa (la valoarea nominală) același volum de titluri emis. Cu toate că această abordare este simplă și transparentă, este posibil ca uneori să cauzeze dificultăți în ceea ce privește atingerea dimensiunilor adecvate, și, în cazul în care ar exista plăți întârziate (indiferent de motiv, de exemplu, o defecțiune tehnică), ar putea constitui o amenințare la adresa lichidității schemei. Această problemă ar putea fi combătută prin crearea unei mici rezerve de lichiditate formate din capital vărsat și prin acordarea unor funcții de gestiune de trezorerie entității emitente.

139. În mod alternativ, entitatea emitentă ar emite *eurobills* pe baza unui plan prestabilit. Acest plan ar fi elaborat pe baza planurilor de finanțare anuale ale statelor membre și ar trebui să includă cuantumul care urmează să fie alocate fiecărui guvern național. Entitatea emitentă ar urma să fie responsabilă de previzionarea fluxurilor de numerar și de administrarea activelor și pasivelor. Periodic (de exemplu, lunar) entitatea emitentă ar alocă emisiunea și, pe baza acestei alocări, ar calcula costul de emisiune care urmează să fie alocat statelor membre. Entitatea emitentă ar trebui să vizeze reducerea la minimum a costurilor îndatorării, prin urmare, ar trebui să aibă posibilitatea de alimentare anticipată/prefinanțare și de a gestiona în general fluxul de numerar (pe scurt, aceasta nu ar realiza, în principiu, emisiuni de tip „back-to-back”). Gestionarea fondului ar trebui să includă crearea unei piețe lichide (și anume, crearea unor titluri de referință adecvate), evitarea acumulării de costuri la scadență și asigurarea unei distribuții adecvate a emisiunii la nivelul întregii plaje de scadențe (luând în considerare toate limitările impuse de cererea din partea statelor membre). Entitatea emitentă ar trebui să raporteze periodic cu privire la activitățile sale și să monitorizeze limitele stabilite pentru fiecare țară. Această abordare ar face posibilă crearea de structuri de piață fiabile și previzibile.

#### V.1.6. Aspecte legate de administrarea datoriei

140. Emisiunea de *eurobills* ar necesita un cadru instituțional pentru a funcționa în mod corespunzător. Principalele sarcini ale birourilor de administrare a datoriei sunt, de obicei, aplicarea politicii de administrare a datoriei publice, prin minimizarea costurilor de finanțare la un anumit nivel de risc, și gestiunea trezoreriei. Pentru *eurobills*, sarcinile unui administrator al datoriei ar include și coordonarea cu birourile de administrare a datoriei naționale, de exemplu, pentru a se evita dependența excesivă de bonuri de trezorerie/datorii pe termen scurt, întrucât bonurile de trezorerie pe termen scurt și titlurile de stat pe termen lung ar fi gestionate de entități diferite.
141. Emisiunea de *eurobills* ar putea fi organizată în două moduri principale: (i) de către birouri naționale de administrare a datoriei sau (ii) de către un Birou european de administrare a datoriei (*European Debt Management Office* - EDMO). Cadrul descentralizat ar însemna mai puține modificări aduse cadrului existent. În calitate de agenți pentru toate statele membre din zona euro, birourile de administrare a datoriei naționale ar emite o cotă (predefinită clar) din volumul total de *eurobills*, în plus față de propriile lor titluri de stat pe termen mediu și lung. În practică, birourile naționale de administrare a datoriei ar fi în măsură să furnizeze o mare parte din serviciile necesare pentru a garanta volume mari de subscrieri realizate de o paletă

largă de investitori internaționali. Cu toate acestea, ar fi necesar să se asigure suficientă coordonare la nivel central.

142. În mod alternativ, un Birou european de administrare a datoriei ar fi un organism centralizat responsabil pentru emisiunea de *eurobills* și și-ar desfășura activitatea în cooperare cu birourile naționale de administrare a datoriei. Instituirea unui astfel de Birou european de administrare a datoriei ar crea inițial provocări și costuri suplimentare. Emisiunea centralizată de *eurobills* ar asigura, de asemenea, o mai mare transparență, datorită unui control și unor mecanisme de raportare mai bune. Biroul european de administrare a datoriei ar fi responsabil și pentru contactele cu investitorii și dealerii primari. Alegerea uneia dintre cele două opțiuni de mai sus are consecințe în ceea ce privește acumularea resurselor umane și a cunoștințelor de specialitate necesare la nivel european.
143. Alternativa discutată aici se referă la sarcinile mai specializate legate de administrarea tehnică a datoriei, și nu la procesul politic de luare a deciziilor și la consecințele mai largi ale trecerii la emisiunea comună pentru sistemul instituțional actual al UE (a se vedea capitolele VII și VIII pentru o discuție cu privire la aceste chestiuni).

*V.1.7. Funcțiile unei scheme de eurobills: un instrument simplu de finanțare publică sau un instrument cu o funcție - suplimentară sau alternativă - de prevenire a crizelor*

144. O schemă de *eurobills* ar putea avea, eventual, și unele elemente mai largi de apreciere cu privire la volumele de emisiune, care să ofere schemei o funcție explicită de prevenire a crizelor, complementară - sau chiar în locul - funcției obișnuite de finanțare publică. S-ar putea prevedea, de exemplu, posibilitatea de a lua o decizie politică la nivelul zonei euro prin care, în mod excepțional și temporar, statele membre care sunt expuse unor presiuni financiare deosebite să fie autorizate să beneficieze de emisiunea de *eurobills* peste limitele menționate mai sus. Statele membre în cauză ar trebui să convină, în acest caz, un plan pentru a-și reduce treptat dependența de *eurobills* în viitor. Acest mecanism discreționar ar conferi schemei de *eurobills* funcția suplimentară de a oferi asistență financiară ad-hoc (în mod similar cu MES și în completarea acestuia), pe lângă funcția sa obișnuită de finanțare publică.
145. O propunere și mai ambițioasă, care vizează același obiectiv, ar fi să se prevadă emisiunea de bonuri de trezorerie comune doar în mod *ad hoc*, în cadrul unui MES revizuit („*eurobills* contingente”). Ca măsură de precauție, propunerea prevede o linie de credit permanentă, obligatorie, pentru toate statele membre din zona euro. În cazul unei crize de lichiditate, o astfel de linie de credit ar însemna ca MES să emită *eurobills* contingente pentru a finanța, până la o anumită limită, deficitul și rambursările statelor membre aflate în dificultate în cursul unui an. În cazul în care situația nu revine la normal după un an, în cazul statului membru respectiv s-ar declanșa automat un program normal din cadrul MES.
146. Astfel de soluții le-ar putea permite statelor membre să depășească probleme temporare de lichiditate fără stigmatul și condițiile asociate unui program din cadrul MES. Contraargumentele constau în faptul că o astfel de funcție de prevenire a crizelor ar combina diferite instrumente cu scopuri diferite și ar mări hazardul

moral. Varianta „*eurobills* contingente” nu ar presupune emisiunea regulată de *eurobills* și, prin urmare, nu ar duce la crearea unui activ sigur și nu ar facilita integrarea pieței.

147. Aceste propuneri ar putea fi discutate în cazul unei viitoare reforme a MES, acestea fiind mai strâns legate de MES decât de dezbaterile cu privire la *eurobills*. Prin urmare, propunerile menționate nu sunt examinate mai în detaliu în prezentul raport.

## **V.2. Analiza avantajelor *eurobills* în ceea ce privește caracterul adecvat pentru a atinge diferitele obiective**

### *V.2.1. Integrarea financiară și politica monetară*

#### *a) Crearea unui activ lichid și sigur*

148. Obiectivul în ceea ce privește *eurobills* ar fi crearea acestora sub forma unui activ lichid și sigur. În măsura în care acest obiectiv va fi atins - ceea ce depinde de o serie de factori, în special de structura de garantare, de limitele alese, de structura fondului și de calitatea creditului rezultată - ar putea exista beneficii concrete, în special pentru sectorul bancar. Bonurile de trezorerie pe termen scurt sunt instrumente care ar putea sprijini mecanismul de transmitere a politicii monetare. În plus, prin oferirea unui activ sigur și foarte lichid care să fie utilizat drept garanție reală, *eurobills* ar putea îmbunătăți stabilitatea financiară. Importanța critică a activelor financiare fără risc sau cu grad redus de risc va crește în viitor ca urmare a acordului Basel III/CRD4 și a obligațiilor impuse de acesta băncilor de a deține suficiente rezerve de lichidități. Acestea ar asigura și accesul băncilor la finanțare, atât pe piața interbancară, cât și de la banca centrală.
149. Un statut de activ sigur ar putea contribui la asigurarea faptului că condițiile monetare stabilite de BCE se propagă cu ușurință și în mod consecvent în costurile de îndatorare ale întreprinderilor și gospodăriilor și, în ultimă instanță, în cererea agregată. În plus, o piață mai integrată ar putea reduce spirala de reacție dintre bănci și entitățile suverane.
150. *Eurobills* ar putea deveni, de asemenea, titluri de referință pentru stabilirea și actualizarea prețurilor în ceea ce privește scadențele acoperite. Titlurile de referință atrag volume mari de tranzacții, de obicei, din partea strategiilor de investiții bazate pe indici și a strategiilor bazate pe valoarea relativă, în cadrul cărora titlul de referință este utilizat ca instrument de acoperire a riscurilor. Lichiditatea pe care o atrag titlurile de referință are o valoare care este reflectată în randamentul mai scăzut.
151. Activele sigure sunt, în același timp, și mijloace de tranzacționare pe piețele financiare și sunt necesare pentru un sistem financiar care funcționează corect. Acest lucru este deosebit de important în perioade de criză, când riscul activelor trebuie să fie reevaluat, precum și atunci când statul devine singurul furnizor de lichidități sigure ca urmare a creșterii riscului de contraparte. În general, guvernele au un avantaj comparativ în ceea ce privește agregarea riscurilor și se bucură de acces direct la alocarea resurselor, prin intermediul sistemului de impozite și cheltuieli.

*b) Inversarea tendinței către fragmentare a piețelor financiare și integrarea piețelor financiare*

152. *Eurobills*, în calitate de unic titlu de stat pe termen scurt la nivelul zonei euro, ar putea reprezenta un pas către o mai mare integrare a zonei euro și, în consecință, ar putea contribui la reducerea fragmentării piețelor de titluri de stat pe termen scurt. O piață integrată și foarte lichidă a titlurilor de stat pe termen scurt ar fi atractivă pentru o gamă largă de investitori naționali și străini. Datorită lichidității lor, *eurobills* ar putea fi, de asemenea, păstrate ca rezerve valutare de către băncile centrale din afara zonei euro și din țări terțe.
153. *Eurobills* ar putea consolida încrederea generală a pieței, având un impact general pozitiv asupra piețelor financiare și a intermedierei financiare. În mod concret, *eurobills* ar putea contracara echilibrele multiple care caracterizează piețele titlurilor de stat din zona euro<sup>49</sup>. În plus, prin slăbirea legăturii dintre bilanțurile băncilor și entitățile suverane, *eurobills* ar putea combate fragmentarea pieței și, într-o anumită măsură, ar putea îmbunătăți transmiterea politicii monetare.
154. *Eurobills* ar stabili randamente de referință situate pe porțiunea din curba randamentelor corespunzătoare termenului scurt și ar putea contribui la stimularea emisiunii de către emitenți nesuverani, de exemplu, întreprinderi, municipalități și societăți financiare și, prin urmare, ar contribui la dezvoltarea de alternative la intermedierea financiară bancară în Europa. Disponibilitatea unui titlu de referință lichid pentru zona euro ar putea, de asemenea, să faciliteze funcționarea piețelor de instrumente financiare derivate denominate în euro.

*V.2.2. Sustenabilitatea finanțelor publice și stabilitatea financiară*

*a) Îmbunătățirea rezilienței zonei euro*

155. *Eurobills* au potențialul de a îmbunătăți în continuare reziliența zonei euro la viitoarele crize financiare. Pentru sectorul bancar, îmbunătățirea ar decurge din efectul stabilizator pe care l-ar avea un activ sigur asupra funcționării pieței financiare. Pentru entitățile suverane, accesul mai sigur pe piață prin intermediul *eurobills* și implicațiile pozitive asupra lichidității statelor membre participante ar putea sprijini calitatea creditului și ratingurile lor de credit, în măsura în care limitele de emisiune nu sunt atinse. În plus, în cazul în care limita aplicată emisiunii de *eurobills* ar putea fi majorată în circumstanțe excepționale și/sau în anumite condiții, aceasta ar servi drept instrument pentru combaterea problemelor specifice legate de criza de lichiditate în statele membre. Totuși, această opțiune ar putea conduce la un nivel mai mare al hazardului moral.

---

<sup>49</sup> Echilibrele multiple se referă la un sistem în care există mai mult de un singur echilibru. De exemplu, pe parcursul crizei, unele țări au ajuns într-un cerc vicios, întrucât sustenabilitatea datoriei depinde de randamentele titlurilor de stat, care depind, la rândul lor, de percepția pieței privind sustenabilitatea datoriei. Altfel spus, în cazul în care piețele percep datoria ca fiind nesustenabilă, randamentele ar putea crește, iar țara ar ajunge într-o poziție de echilibru „defavorabil”. Cazul specific al piețelor datoriei publice din zona euro a fost analizat de Paul De Grauwe în *The Governance of a Fragile Eurozone* (2011).

156. *Eurobills* ar fi concepute în scopul de a contribui în mod credibil numai la prevenirea problemelor temporare legate de accesul pe piață, care pot deveni rapid profetii care se autorealizează. Prin urmare, ar trebui să fie clar faptul că, în cazul unor probleme fundamentale, ar trebui utilizat mai degrabă un program din cadrul MES.
157. Prin combaterea potențială a problemelor legate de accesul pe piață, *eurobills* ar putea reduce, de asemenea, riscul de contagiune. În cazul în care ar exista o problemă mai gravă legată de accesul la piața obligațiunilor, țările ar fi nevoite în continuare să convingă investitorii de pe piață că sunt solvabile. În același timp, *eurobills* le-ar acorda timpul necesar pentru a pune în aplicare reforme bugetare credibile. Cu toate acestea, caracterul adecvat al *eurobills* ca instrument menit să combată problemele legate de accesul pe piață va depinde și de relația dintre schema de *eurobills* și MES.
158. Prin asigurarea unui acces mai stabil pe piață al statelor membre, *eurobills* ar putea sprijini eforturile acestora de a realiza reforme structurale sensibile din punct de vedere politic, prin acordarea unui interval suficient de timp și, eventual, prin extinderea marjei de manevră financiară de care dispun statele membre pentru realizarea acestor reforme. Acest lucru ar putea fi realizat printr-un cost de finanțare mai stabil și, eventual, mai redus.

*b) Costurile de finanțare*

159. În perioade normale, ratele dobânzii nu ar trebui să difere de la un stat membru la altul, prin urmare, reducerea costurilor de finanțare nu este un argument major în favoarea *eurobills*. Costul finanțării ar fi diminuat de *eurobills* cu garanție solidară, care ar asigura cel mai mare efect în ceea ce privește scăderea primei de risc de credit. Astfel cum s-a descris mai sus, *eurobills* cu garanție *pro rata* ar putea avea probabil un efect global diminuat asupra costurilor cu serviciul datoriei. Prima de lichiditate ar fi mai mică în cazul unei dimensiuni relativ mai mari a emisiunii, adică a unei dimensiuni care să acopere toate emisiunile statelor membre din zona euro cu scadențe până la 2 ani.
160. În sfârșit, o schemă permanentă ar reasigura investitorii că merită să includă *eurobills* în strategiile lor de investiții. Aceasta ar consolida poziția pe piețe a *eurobills*, ar spori și mai mult încrederea investitorilor și ar permite dezvoltarea în condiții mai bune a piețelor instrumentelor financiare derivate pentru *eurobills*. Acest lucru ar putea duce la avantaje suplimentare pentru costurile îndatorării.

*c) Diminuarea spiralei de reacție dintre băncile naționale și entitățile suverane ale acestora*

161. Disponibilitatea *eurobills*, care ar contribui la diversificarea titlurilor de datorie suverană, ar putea îmbunătăți reziliența bilanțurilor băncilor la crizele suverane. În consecință, legătura dintre un sistem bancar național și entitatea sa suverană ar putea fi slăbită. Prin urmare, *eurobills* ar putea reprezenta un pas, desigur, printre mulți alții, care ar putea slăbi spirala de reacție dintre bănci și entitățile suverane, întrucât împrumuturile acordate de bănci guvernelor lor s-ar diminua corespunzător. Combaterea acestei spirale de reacție ar putea avea un efect pozitiv asupra stabilității financiare în sens larg.

162. Se poate face deja un pas în direcția realizării acestui obiectiv prin simpla renunțare la „emblema națională” aplicate datoriei publice, reducând, astfel, nivelul expunerii băncilor față de entitatea lor suverană. Acest efect va fi consolidat și mai mult prin stabilitatea instrumentului însuși, în special dacă acesta se va baza pe o garanție solidară. În plus, cu cât se realizează în comun mai multe emisiuni, cu atât scade expunerea sectorului bancar față de propriul guvern. Pentru realizarea acestui obiectiv pare necesar ca schema să aibă caracter permanent.

*d) Asigurarea unei rezerve de protecție financiară împotriva efectelor șocurilor asimetrice*

163. *Eurobills* ar asigura accesul statelor membre la finanțare pe termen scurt, ceea ce ar permite o finanțare mai stabilă și, în cazul mai multor state membre, la randamente mai mici pentru împrumutătorii suverani participanți. În măsura în care nu sunt atinse limitele de emisiune, *eurobills* ar putea reduce riscul de reînnoire, în special în cazul unor schimbări subite în percepția piețelor, ceea ce va permite să se evite o criză de lichidități și să se reducă astfel și probabilitatea să trebuiască să fie utilizate măsuri neconvenționale de politică monetară. Numai un fond de *eurobills* de dimensiuni mari este susceptibil să asigure acest beneficiu în totalitate.

*e) Acordarea de asistență suplimentară statelor membre care părăsesc un program*

164. În cazul statelor membre care părăsesc un program, asigurarea accesului la finanțare pe termen scurt prin *eurobills* ar putea facilita tranziția de la program la finanțarea integrală de pe piață și ar putea contribui la limitarea costului de finanțare, în special în cazul volatilității costului de finanțare pe termen mai lung.

165. Adesea, statele membre care fac obiectul unui program nu realizează emisiuni pe porțiunea din curba randamentelor corespunzătoare termenului lung, ci se bazează mai degrabă pe bonuri de trezorerie. Costul de finanțare este de obicei mai mare decât pentru alte guverne din zona euro, în conformitate cu calitatea mai scăzută a creditului. Prin reducerea costului la sfârșitul programului, *eurobills* ar oferi statului membru posibilitatea de a reface încrederea pieței necesară pentru a recâștiga accesul deplin pe piață.

*V.2.3. Completarea cadrului de guvernare economică al UE*

166. Un cadru în materie de/privind *eurobills* însoțit de condiții impuse statelor membre participante ar putea completa cadrul de guvernare economică al UE, prin introducerea unui stimul concret (și financiar, în special pentru statele membre cu o calitate a creditului mai scăzută) pentru a respecta pe deplin recomandările specifice fiecărei țări. Aplicarea în practică și asigurarea respectării guvernării economice a UE (actuală sau consolidată) ar putea fi îmbunătățite dacă ar exista norme clare care să condiționeze accesul unui stat membru la finanțarea prin *eurobills* de respectarea strictă a acestor mecanisme (de exemplu, sancțiuni și eventuala suspendare/excludere în caz de nerespectare).

167. Înființarea unui Birou european de administrare a datoriei ar consolida coordonarea între statele membre privind emisiunile de instrumente de datorie la nivel tehnic.



### V.3. Posibile efecte economice și financiare nefavorabile și riscuri ale *eurobills*

168. O caracteristică a unui sistem de *eurobills* care ar putea contribui la scăderea stabilității schemei și ar genera astfel efecte economice și financiare nefavorabile este posibilitatea sa natură temporară. O schemă temporară, pe lângă scăderea eficacității îndeplinirii obiectivelor, astfel cum este descris mai sus, ar putea întâmpina probleme legate de primirea pe piață, întrucât ar putea crea unele confuzii în rândul participanților pe piață. În special, posibilitatea ca prelungirea schemei să depindă de decizii politice dă naștere unor riscuri de instabilitate periodică a pieței, având ca rezultat randamente volatile care ar afecta, la rândul lor, bilanțurile băncilor și economia în sens larg. În cazuri extreme, ca urmare a instabilității pieței, schema s-ar putea confrunta cu respingerea pe piață, care ar putea avea un efect destabilizator asupra sectorului financiar și asupra economiei în sens larg.
169. Riscuri financiare similare ar putea apărea, în funcție de împrejurări, în cazul în care un fond de *eurobills* ar decide să înceteze emisiunea de la un an la altul sau să excludă un stat membru din schemă, ca răspuns la nerespectarea normelor de guvernare economică. Pentru unii Experți, chiar dacă o schemă de *eurobills* ar prevedea astfel de norme de excludere, acestea nu ar fi credibile, deoarece amenințarea de a exclude un stat membru care nu și-a respectat obligațiile sau de a opri în totalitate emisiunea comună ar crea imediat presiuni suplimentare asupra tuturor statelor membre foarte îndatorate participante.
170. Câțiva experți remarcă faptul că beneficiile și costurile *eurobills* nu pot fi discutate fără a analiza aspectele de economie politică și dinamica aflată la baza emisiunii comune. Multe dintre beneficiile *eurobills* sunt beneficii ale sectorului privat care le revin băncilor, sub forma unui acces mai bun la active sigure și lichide. Beneficiile pentru sectorul public ar proveni din reducerea externalităților negative ca urmare a reducerii riscului de lichiditate și, indirect, dintr-o stabilitate mai mare a sistemului bancar. Criza europeană bancară și a datoriilor suverane a arătat totuși că cele mai mari externalități sunt cauzate de probleme de solvabilitate. De asemenea, efectele unei scheme de *eurobills* sunt cele mai puternice atunci când schema este permanentă și atunci când include o garanție solidară. În opinia Experților respectivi, acest lucru mărește riscul apariției unor presiuni politice de a prelungi schema peste termenul prevăzut inițial și chiar dincolo de scadențele prevăzute inițial.
171. Un alt risc pe care l-ar putea prezenta *eurobills* ar fi dependența excesivă de instrumentele de datorie pe termen scurt, emise în comun. În special în cazul adoptării versiunii cu un plafon de 30 % din datorie, acest lucru ar mări considerabil emisiunea de instrumente de datorie pe termen scurt în comparație cu situația actuală. Dependența excesivă ar putea genera o creștere a riscului de refinanțare, care ar putea contribui la volatilitatea sporită a costului de finanțare în perioadele de volatilitate a pieței<sup>50</sup>. Cu cât mai largă ar fi plaja de scadențe acoperită de o schemă de *eurobills*, cu atât mai mult ar trebui ca acest risc să fie luat în serios - cu alte cuvinte, există un risc semnificativ mai mare în cazul unui fond de *eurobills* care

---

<sup>50</sup> L.H. Hoogduin, B. Ozturk și P. Wierst, (2011), *Public Debt Managers' Behaviour: Interactions with Macropolicies*, Revue Economique, vol. 62, nr. 6, p. 1105-1122.

acoperă scadențe de până la doi ani decât în cazul unui fond care acoperă bonuri de trezorerie cu scadențe de maximum un an. Acest risc ar trebui să fie contracarat prin stabilirea unor limite legale stricte privind emisiunea pentru fiecare țară, lucru care, având în vedere practicile diferite din zona euro, ar putea fi dificil. Există un compromis între limitarea în mod credibil a oricărui risc de a depinde excesiv de datoriile pe termen scurt, prin intermediul unor astfel de norme stricte, și variantele schemei de *eurobills* care prevăd decizii politice discreționare, care permit unui stat membru să introducă scadențe suplimentare în cazul unei crize de lichidități.

172. În fine, dacă s-ar baza pe o garanție solidară, *eurobills* ar putea eventual să mărească costul de finanțare pentru statele membre cu o calitate bună a creditului, întrucât, în cazul acestora, efectul de „reorientare către active de calitate mai bună” ar putea fi parțial inversat. Cu toate acestea, efectul în cauză ar fi probabil mai mic decât în cazul unui DRF/P, având în vedere scadența redusă a titlurilor.

## VI. RISCURILE DE HAZARD MORAL ȘI MODALITĂȚILE DE COMBATERE A ACESTORA

### VI.1. Partajarea riscurilor și hazardul moral: cadru conceptual

173. În teoria economică noțiunea de hazard moral a fost elaborată în contextul analizei motivelor care provoacă o asumare excesivă a riscului și eșecul pieței, în special pe piețele de asigurări și piețele financiare. Conform unei definiții foarte generale propuse de Paul Krugman, hazardul moral este „orice situație în care una dintre părți decide cu privire la amploarea riscului de asumat, în timp ce costurile sunt suportate de altcineva dacă lucrurile iau o turnură nedorită”<sup>51</sup>.
174. Schemele de emisiune comună a instrumentelor de datorie pot crea hazard moral. Guvernele ar putea pune în pericol sustenabilitatea finanțelor publice prin acumularea unor datorii ridicate sau a unor deficite în creștere rapidă, sau, în cazuri extreme, ar putea să nu își ramburseze datoria, dacă ar ști că alte guverne vor suporta cel puțin o parte a riscului.
175. Mutualizarea datoriilor poate crea stimulente inadecvate, din diferite motive. Dorința de a reforma și de a lua măsuri politice impopulare ar putea scădea. În general, reformele structurale implică costuri inițiale mari, iar rezultatele nu devin vizibile decât treptat, de-a lungul timpului. De asemenea, în cazul multor reforme, pierderile imediate suportate de anumite categorii sociale sau profesionale sunt clare, în timp ce beneficiile pentru contribuabil sunt mai difuze, mai greu de verificat și apar cu un decalaj considerabil, depășind durata ciclului politic.
176. Din aceste motive de economie politică, factorii de decizie din statele membre care ar beneficia de o schemă de emisiune comună a instrumentelor de datorie ar putea fi tentați să amâne sau să evite anumite reforme care, pe termen mediu, ar îmbunătăți perspectivele economice în general și capacitatea de a asigura serviciul datoriei în special, însă, pe termen scurt, le-ar putea reduce popularitatea. Într-un context politic fragil, factorii politici ar putea chiar să aplice politici „de salvare a aparențelor” (de exemplu programe de cheltuieli ajustate la ciclul politic), cu un risc ridicat de eșec pe termen mediu, din cauză că pierderile provocate de politicile

<sup>51</sup> P. Krugman, Întoarcerea economiei declinului și criza din 2008 (*The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*), 2009, p. 63.

respective ar putea fi partajate, în timp ce beneficiile pe termen scurt ar fi profitabile pe plan politic intern.

177. Dintr-o perspectivă diferită, ar putea apărea și stimulente contraproductive pentru factorii politici din „țările-garant”, întrucât ar putea fi dificil din punct de vedere politic să se suspende sau să se înceteze un proces de emisiune comună a instrumentelor de datorie care este în plină desfășurare, chiar în cazul în care condițiile nu ar mai fi îndeplinite și normele ar fi încălcate. Politicienii dintr-o țară-garant nu ar accepta cu ușurință să fie considerați responsabili pentru un eveniment ducând la o instabilitate financiară gravă.
178. În timp ce în ceea ce privește sectorul bancar privat hazardul moral este în mod tipic caracterizat de o problemă de delegare, determinată de asimetria informațiilor, care face ca principalul să nu poată supraveghea acțiunile agentului fără a suporta unele costuri („acțiune ascunsă”)<sup>52</sup>, în contextul emisiunii comune discuția privind hazardul moral este legată mai mult de potențialul conflict subiacent între partajarea riscurilor financiare între statele membre și menținerea suveranității bugetare a acestora. Astfel, unele guverne ar fi înclinate să își asume riscuri mai mari decât cele pe care și le-ar asuma în mod normal. Prin urmare, problema nu este legată atât de lipsa de informații, cât de necesitatea de a stabili care este nivelul de control centralizat sau de sancțiuni în cazul neconformității pe care trebuie să se bazeze introducerea emisiunii comune. În plus, „efectul de blocare” al schemelor de emisiune comună - și anume problema că odată ce a fost creată o schemă de emisiune comună, devine dificil ca un stat membru individual să părăsească schema respectivă - face de asemenea parte din discuția privind hazardul moral

## **VI.2. Modalități posibile de limitare a hazardului moral asociat cu emisiunea comună de instrumente de datorie sub forma unui DRF/P sau a eurobills**

179. Prezentul capitol evaluează mai multe mecanisme posibile care ar putea fi aplicate pentru a limita hazardul moral. Scopul comun al unor astfel de mecanisme este acela de a determina toate statele membre care participă la o schemă de emisiune comună să aplice politici bugetare și economice solide, care să reducă la minimum riscul ca structura de garantare să fie activată la un moment dat. Prezentul capitol se limitează în mod necesar la discutarea problemelor de hazard moral care sunt legate în mod specific de posibila introducere a emisiunii comune de instrumente de datorie; examinarea problemelor de hazard moral ale filierelor de politică alternativă ar fi în afara mandatului grupului de experți.

### *VI.2.1. Condiții ex ante: restrângerea eligibilității pentru participare*

180. Un prim set de instrumente posibile ar consta în condiții *ex ante* pe care un stat membru ar trebui să le îndeplinească înainte de a putea deveni membru al unei scheme de emisiune comună.
181. În primul rând, s-ar putea lua în considerare posibilitatea ca numai statele membre evaluate pozitiv în urma unei analize privind sustenabilitatea datoriei (ASD) să fie

---

<sup>52</sup> În ceea ce privește hazardul moral ca problemă a delegării determinată de asimetria informațiilor, a se vedea Basu și Stiglitz (2013) pentru o discuție în contextul zonei euro.

eligibile în vederea emisiunii comune, caz în care țările insolvente ar fi excluse<sup>53</sup>. Această cerință ridică mai multe semne de întrebare. Prima întrebare este cât de stricte ar trebui să fie ipotezele pe care să se bazeze o ASD și cât de clară ar trebui să fie distincția între problemele de lichiditate și cele de solvabilitate. Un astfel de criteriu ar putea fi greu de aplicat în mod autonom, întrucât sustenabilitatea datoriei este endogenă: ea se poate îmbunătăți ca urmare a perspectivei de a participa la o emisiune comună (întrucât cheltuielile cu dobânzile ale țărilor foarte îndatorate ar scădea), și se poate deteriora ca urmare a excluderii din aceasta. De asemenea, pentru a putea lua în considerare posibilitatea unei ASD este necesar să se stabilească în prealabil ce se va întâmpla în cazul în care un stat nu trece testul. Pentru a evita instabilitatea financiară, în etapa actuală singurul răspuns posibil ar fi că statul respectiv ar avea nevoie de un program de asistență financiară precum MES.

182. Un mod mai simplu de a formula o condiție *ex ante* ar fi limitarea participării la țările care nu fac obiectul unui program de asistență financiară. În fond, aceste programe au obiectivul de a ajuta statele membre să își recâștige credibilitatea în ceea ce privește capacitatea de a asigura serviciul datoriei.
183. O condiție de eligibilitate *ex ante* suplimentară ar putea prevedea ratificarea TSCG și intrarea sa în vigoare în legislația națională, atestate de Comisie<sup>54</sup>, înainte ca un stat membru să poată participa la o schemă de emisiune comună.

#### VI.2.2. Condiții *ex ante*: o perioadă de probă

184. O condiție *ex ante* mai strictă ar fi aceea de a prevedea o „perioadă de probă”. Această idee ar fi inspirată de condițiile pentru introducerea monedei euro prevăzute de Tratatul de la Maastricht. De exemplu, s-ar putea prevedea o perioadă de *n* ani în care să fie testată soliditatea și respectarea noii guvernante economice (actuale sau modificate, a se vedea următoarea secțiune), înainte de introducerea unei scheme de emisiune comună. S-ar conveni de la bun început că dacă rezultatul este pozitiv, se va introduce o schemă de emisiune comună pentru toate statele membre din zona euro. Alternativ, schema ar putea fi introdusă prima dată pentru statele în cazul cărora nu s-a constatat nicio încălcare a obligațiilor în perioada de probă, iar celelalte state ar putea fi admise ulterior, după trecerea perioadei lor de probă. Unii Experți consideră că posibilitatea unei perioade de probă nu este adecvată în cazul DRF/P, care a fost conceput pentru a oferi un răspuns cât mai rapid la problema urgentă a îndatorării excesive din zona euro.
185. Ar trebui să se facă distincția între această „perioadă de probă” și ideea de a institui o schemă limitată de emisiune comună de instrumente de datorie ca măsură temporară care să expire în mod automat, cu excepția cazului în care ar fi reînnoită printr-o decizie unanimă, cu alte cuvinte un „model-pilot”. Spre deosebire de „perioada de probă”, modelul-pilot ar însemna că emisiunea comună ar fi testată în

---

<sup>53</sup> A se vedea, de asemenea, articolul 6 din Regulamentul 472/2013 („pachetul de două”), care impune evaluarea sustenabilității datoriei în cazul în care un stat membru solicită asistență financiară din partea MESF, a MES sau a FESF.

<sup>54</sup> Cu alte cuvinte, în termeni tehnici, conformitatea cu articolul 3 alineatul (2) din TSCG, atestată de Comisie în conformitate cu articolul 8 alineatul (1) din TSCG.

paralel cu noua guvernare economică a UE. Acest model a fost propus numai pentru *eurobills*. Modelul ar presupune ca, în practică, *eurobills* să poată fi introduse temporar și să poată fi întrerupte fără a da naștere unor probleme politice sau unor riscuri la adresa stabilității financiare, ipoteză puternic contestată de unii Experti, care subliniază importanța de a adopta toate măsurile de precauție considerate necesare înainte de a institui o schemă de emisiune comună.

### VI.2.3. Constrângeri politice asupra politicilor bugetare și economice ale statelor membre: controlul ex post și/sau competențele ex ante

186. Un alt set de măsuri posibile pentru a limita hazardul moral constă în limitarea posibilităților statelor membre de a aplica politici imprudente, prin stabilirea unor constrângeri asupra autonomiei lor decizionale și transferul anumitor decizii esențiale către nivelul european. De altfel, aceasta a fost abordarea adoptată în cadrul proceselor de guvernare economică introduse începând din primăvara anului 2010, în schimbul instituirii facilităților de asistență financiară. Reformele care au rezultat - „pachetul de șase”, „pachetul de două”, TSCG, condiționalitatea macroeconomică, regulile prudențiale comune și mecanismul unic de supraveghere - au sporit deja influența și controlul exercitate la nivelul UE/zona euro asupra politicilor bugetare, economice și de reglementare ale statelor membre.
187. În mod inevitabil, factorii de decizie care preconizează instituirea unor scheme de emisiune comună a instrumentelor de datorie ar trebui să evalueze dacă aceste noi mecanisme de guvernare, în forma lor actuală, sunt suficient de eficiente și de solide pentru a limita riscurile suplimentare de hazard moral determinate de emisiunea comună a instrumentelor de datorie, precum și să analizeze ce măsuri suplimentare s-ar putea lua pentru a consolida mecanismele existente, dacă se consideră necesar. Grupul de experți nu se poate pronunța cu privire la aceste aspecte în locul decidenților politici, ci poate doar să ofere câteva observații analitice.
188. Cu siguranță, este prea devreme pentru a se pronunța cu privire la eficacitatea acestor noi mecanisme. Astfel cum s-a observat deja, noua arhitectură a guvernării economice a fost instituită și a început să fie pusă în aplicare abia recent; rămân încă de făcut pași importanți în această privință (a se vedea capitolul II.1.). Prin urmare, orice concluzie ar fi prematură.
189. Noul set de norme conține elemente subiective și marje de apreciere semnificative. Acest lucru este valabil pentru anumite criterii esențiale formulate în ceea ce privește concepte complexe din punct de vedere tehnic (de exemplu „soldul bugetar structural”), care pot fi operaționalizate în mai multe moduri, sau pentru clauzele referitoare la circumstanțe excepționale. Trebuie însă recunoscut că normele PSC au fost consolidate și că în prezent acesta include multe elemente care se aplică semiautomat; întrebarea dacă reducerea marjelor de apreciere ar fi posibilă sau prudentă rămâne deschisă dezbaterilor.
190. Un alt aspect relevant este cel legat de limitele efectelor juridice ale deciziilor UE în materie de guvernare. Deocamdată, cele mai puternice instrumente ale cadrului sunt reprezentate de controlul *ex post* al acțiunilor naționale (etape procedurale și sancțiuni în cadrul PSC și al noii proceduri privind dezechilibrele macroeconomice), în timp ce noile elemente *ex ante* de coordonare bugetară și economică se bazează în continuare pe recomandări, și nu pe competențe cu efect obligatoriu. În special,

acesta este cazul avizelor Comisiei privind proiectele de planuri bugetare din cadrul „pachetului de două” (deși dreptul Comisiei de a cere retransmiterea unui proiect de plan bugetar are un anumit efect preventiv). Toate deciziile privind chestiuni bugetare continuă să fie luate la nivelul național, iar în prezent nu există mijloace juridice pentru a împiedica un stat membru *ex ante* să adopte o decizie sau să o modifice, chiar dacă acest lucru ar încălca obligațiile față de UE. Un dezavantaj al TSCG interguvernamental este că sesizarea Curții de Justiție este posibilă numai în legătură cu aspecte legate de intrarea în vigoare a dispozițiilor de frânare a îndatorării, dar nu și cu aplicarea acestora. În plus, este necesară consolidarea substanțială a asumării în comun a responsabilității de către actorii politici în ceea ce privește sistemul reformat de guvernare economică. În practică, autoritatea recomandărilor de țară emise în cadrul semestrului european depinde în mare măsură de acest lucru.

191. Ținând seama de aspectele menționate mai sus, Comisia, în proiectul său, susține că în ciuda recente revizuirii majore a guvernării bugetare și economice, pentru a se trece la o mutualizare sporită a riscului financiar ar fi necesar să se facă un pas înainte în privința coordonării politicii bugetare, prin exercitarea unui control colectiv asupra politicilor bugetare naționale în anumite situații<sup>55</sup>. Acest lucru ar putea fi realizat în diferite moduri. În ceea ce privește controlul *ex post* al politicii bugetare naționale, un posibil pas ar fi să se elimine excepțiile, întemeiate pe tratat, privind competența Curții de Justiție a Uniunii Europene în domeniul punerii în aplicare concrete a TSCG și al încălcărilor PSC. Un alt pas limitat dincolo de actualul „pachet de două” ar putea fi acela de a anunța impunerea unui depozit în cazul în care un plan bugetar nu îndeplinește cerințele obiectivului bugetar pe termen mediu, permițând astfel o reacție *ex ante* mai puternică a nivelului european direct în cadrul procedurii bugetare naționale.
192. Un pas important în ceea ce privește competențele *ex ante*, astfel cum se susține în proiect, ar fi ca instituțiilor UE să li se confere un drept legal de veto asupra unui proiect de buget, în cazul specific în care acesta nu este consecvent cu obligațiile bugetare ale unui stat membru în temeiul legislației UE. Aceasta ar reprezenta, desigur, o limitare a autonomiei bugetare naționale, dar care s-ar declanșa doar în cazul încălcării unor norme juridice acceptate în prealabil, fără a afecta libertatea unui stat membru de a face propriile alegeri în materie de politică pentru a asigura conformitatea (și anume în ceea ce privește veniturile și cheltuielile din cadrul bugetului). Prin urmare, ar fi vorba despre un drept de veto clar delimitat, care s-ar aplica doar în situații bine definite de încălcare a obligațiilor legale ale unui stat membru.
193. O opțiune alternativă ar consta în consolidarea cadrului de guvernare introducând competențe obligatorii centralizate numai într-un stadiu relativ avansat al procedurilor, însă suficient de devreme pentru a se evita problemele de acces pe piață. Astfel, în cazul în care statele membre nu țin seama în mod repetat de recomandările UE în cadrul unei proceduri aplicabile deficitelor excesive sau al unei proceduri privind dezechilibrele macroeconomice, la un moment dat o instituție UE

---

<sup>55</sup> A se vedea proiectul, secțiunea 3.2.1. A se vedea, de asemenea, Consiliul francez de analiză economică: *A three-stage plan to reunify the Euro area*, 2013, p. 19 și următoarele; *Completing the Euro*, 2013, p. 5.

ar putea să dispună de competențe de intervenție având caracter obligatoriu; acestea ar putea include competența de a respinge prin veto un buget și/sau de a impune modificarea deciziilor naționale sau adoptarea unor măsuri. Această opțiune, la fel ca cea prezentată în paragraful anterior, ar necesita modificarea tratatului (a se vedea capitolul VII). Potrivit anumitor Experți, pe lângă faptul că politicile bugetare stricte ar trebui aplicate pe termen foarte lung pentru a soluționa problema datoriilor moștenite, acestea ar fi credibile numai dacă ar fi creată și o capacitate bugetară centrală care să asigure stabilizarea macroeconomică.

194. Un pas cu mult mai ambițios ar fi ca obiectivele bugetare cantitative stabilite de guvernele centrale ale statelor membre să fie supuse în mod sistematic aprobării la nivel european sau, alternativ, să se confere unei autorități europene competența de a modifica bugetele naționale. Există argumente în sprijinul acestei opțiuni: bugetele naționale ar fi aprobate sau ar putea fi modificate la nivel central, dat fiind că o parte din veniturile acestora ar proveni, de asemenea, de la nivelul central, prin intermediul emisiunii comune. Pe de o parte, aceste modele ambițioase ar avea efectul de a suprima suveranitatea bugetară națională și, în același timp, orice potențial de hazard moral. Pe de altă parte, aceste modele ar ridica alte probleme de constituționalitate și de responsabilitate democratică, mult mai importante decât în cazul celorlalte posibilități discutate anterior.
195. Alți factori în afară de cei strict legați de buget, precum eficiența sectorului public și capacitatea productivă a economiei sunt, de asemenea, determinanți pentru sustenabilitatea unui anumit nivel al datoriei. Prin urmare, politicile economice și structurale sunt, de asemenea, relevante pentru limitarea hazardului moral. Deși în teorie se poate lua în considerare posibilitatea unui sistem de supraveghere și chiar de aprobare a principalelor decizii ale guvernelor, astfel de limitări importante ale suveranității naționale nu par a fi realiste pe termen mediu. O variantă atenuată ar fi încheierea unor contracte care să stabilească *ex ante* un parcurs de reforme structurale, însă și această posibilitate necesită o evaluare mai aprofundată<sup>56</sup>.

#### VI.2.4. Garanțiile reale și îmbunătățirea calității creditului

196. Constituirea de garanții reale reprezintă un instrument standard care contribuie la alinierea intereselor garantului și ale beneficiarului. În cazul incapacității de plată, partea care a constituit garanția ar fi obligată să o cedeze părții-garant, suportând astfel o parte din costuri. Această perspectivă creează un stimulent pentru a acționa cu prudență.
197. Deși este utilizată pe scară largă în contractele de împrumut privat, cerința de a constitui garanții reale între entități suverane pune anumite probleme. Principala problemă este faptul că activele financiare cel mai frecvent propuse pentru a servi drept garanție reală nu pot fi constituite de un guvern fără a încălca prevederea din TFUE care interzice finanțările monetare (a se vedea capitolul VII).

---

<sup>56</sup> Consiliul European din decembrie 2013 a analizat această idee fără a lua o decizie, amânând chestiunea pentru reuniunea sa din octombrie 2014.  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/RO/ec/140254.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/RO/ec/140254.pdf)  
Pentru o evaluare, a se vedea Raportul economic anual din 2013 al Consiliului german al experților economici (CGEE).

198. Alocarea veniturilor din anumite taxe (precum TVA sau impozitul pe avere) pentru plata serviciului datoriei ar fi o altă modalitate de a spori siguranța acestor plăți și de a reduce potențialul de hazard moral. De altfel, alocări de acest fel au fost utilizate în mai multe acorduri de garantare din secolul XIX și începutul secolului XX<sup>57</sup>. Există însă dezavantaje legate de probleme juridice și constituționale (a se vedea capitolele IV și V de mai sus).

#### *VI.2.5. Măsuri de stimulare — reacții, sancțiuni și recompense financiare*

199. În orice sistem întemeiat pe norme este necesar să se definească sancțiunile pentru eventualele abateri, dar și modul în care se pot include măsuri de stimulare, astfel încât participanții să fie încurajați să depună toate eforturile pentru a respecta normele. Sancțiunile pentru rezultatele negative (și/sau recompensele pentru îndeplinirea obiectivelor) sunt o modalitate standard pentru a atenua problema hazardului moral.

200. Sancțiunile sub formă de depozite fără dobândă sau de amenzi fac deja parte din cadrul actual de guvernare, astfel cum a fost consolidat de „pachetul de șase”, deși până acum nu au fost utilizate. Acestea decurg din necesitatea de a lua măsuri eficiente pentru a remedia o deviere semnificativă de la obiectivul pe termen mediu privind echilibrul structural, un deficit excesiv sau un dezechilibru macroeconomic excesiv identificat. Ambele acțiuni implică anumite elemente subiective, care sunt mai accentuate în cazul procedurii privind dezechilibrele macroeconomice decât în cazul PSC consolidat, ale cărui etape procedurale sunt atât de precis reglementate încât se poate considera că sistemul se aplică în mod semiautomat. O anumită marjă de apreciere este oricum inerentă oricărui sistem de sancționare, ținând seama de principiul proporționalității.

201. În plus, în prezent programele de finanțare ale UE fac obiectul unei condiționalități macroeconomice, conform căreia angajamentele și chiar și plățile trebuie să fie suspendate, în mod semiautomat, în anumite cazuri de nerespectare a guvernării economice. Acestea nu sunt sancțiuni propriu-zise, ci reacții financiare care garantează utilizarea eficientă a bugetului UE. Pentru statele membre vizate, posibilitatea suspendării creează un stimulent pentru a respecta normele de guvernare.

202. Pe de o parte, în cazul unei scheme de emisiune comună nivelul efectiv al sancțiunilor ar putea fi mărit față de actualele norme ale „pachetului de șase”. Pe de altă parte, un dezavantaj frecvent amintit al sancțiunilor financiare este faptul că acestea agravează situația atunci când un stat membru se confruntă deja cu dificultăți financiare. Sancțiunile sunt eficiente mai ales atunci când statul membru neconform are în continuare acces la finanțarea de pe piață la rate rezonabile. Pentru a fi mai eficientă, amenințarea de a impune sancțiuni trebuie să fie formulată mai devreme în cadrul unui proces decizional.

203. În situații financiare dificile ar putea fi utilizate, de asemenea, sancțiuni nefinanciare, precum suspendarea drepturilor de vot. Cu toate acestea, această posibilitate, având în vedere consecințele politice extrem de grave, ar necesita

---

<sup>57</sup> Esteves, Coskun Tuncer, 2013.



instituirea unei proceduri foarte complexe (a se vedea articolul 7 din TUE), ceea ce nu ar fi deloc eficient.

204. S-ar putea lua în considerare, de asemenea, utilizarea unor stimulente pozitive, sub formă de recompense pentru executarea sau punerea în aplicare cu succes a condițiilor privind politicile. În special, emisiunea comună de instrumente de datorie ar oferi noi posibilități pentru crearea unui mecanism integrat de stimulente financiare sub forma majorărilor de dobândă. Un sistem transparent, eventual cvasiautomat de majorări treptate ale ratei dobânzii ar putea funcționa ca o recompensă pentru politicile eficiente sau ca o sancțiune pentru politicile neconforme. Un astfel de sistem pare a fi deosebit de adecvat în cazul DRF/P (a se vedea capitolul IV1.6. de mai sus), dar mai puțin pertinent pentru *eurobills*. De asemenea, acesta ar putea avea un potențial mai mare decât sancțiunile financiare de a influența realmente comportamentul factorilor de decizie și, prin urmare, de a asigura respectarea regulilor de politică bugetară.
205. În cazul în care posibilitatea unor angajamente contractuale și mecanisme de solidaritate stabilite de comun acord - conform discuțiilor din cadrul Consiliului European din decembrie 2013<sup>58</sup> - va fi luată în considerare, s-ar putea examina legăturile dintre un astfel de sistem și o posibilă schemă de emisiune comună, însă în acest caz ar trebui discutate și efectele negative posibile ale unui astfel de sistem asupra dorinței statelor membre de a se angaja în reforme urgente. În cadrul modelului DRF/P, acordurile de consolidare ar putea înlocui, într-o anumită măsură, angajamentele contractuale menționate anterior, deși ar avea un caracter pe deplin obligatoriu și ar acoperi o perioadă de timp mai lungă.

#### *VI.2.6. Suspendarea sau excluderea din schemă în cazul neconformității*

206. Cea mai gravă sancțiune în cazul încălcării normelor comune ar fi suspendarea sau excluderea din schema de emisiune comună. Un astfel de mecanism este inclus în toate propunerile prezentate până în prezent, deși există diferențe în funcție de natura schemei propuse. În cazul unui DRF/P, transferul oricăror alte datorii către fondul comun ar putea înceta în etapa inițială. Excluderea propriu-zisă din fond nu ar mai fi cu adevărat fezabilă după ce un stat membru a transferat un volum semnificativ de datorii. În cazul *eurobills*, ar putea exista un mecanism de suspendare și de excludere de la emisiunea comună *pro futuro*. Simpla existență a unor proceduri de suspendare sau de excludere ar avea un anumit efect de descurajare și, prin urmare, ar contribui la limitarea hazardului moral. În practică, ar fi însă posibil ca efecte secundare neprevăzute să genereze riscuri pentru stabilitatea financiară. Apariția unor astfel de efecte ar depinde de fiecare caz specific.

#### *VI.2.7. Disciplina de piață*

207. O chestiune esențială este în ce măsură disciplina de piață - cu alte cuvinte capacitatea piețelor financiare de a impune factorilor de decizie o disciplină, astfel încât aceștia să aplice o politică bugetară sustenabilă și să realizeze reformele structurale necesare - poate funcționa în mod eficace în practică și, în caz afirmativ, dacă acest lucru ar fi valabil și în cazul unei emisiuni comune parțiale.

---

<sup>58</sup> [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/RO/ec/140254.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/RO/ec/140254.pdf)

208. În general se consideră că, până recent, disciplina de piață nu funcționa corect în zona euro: înainte de 2010, piețele datoriilor suverane nu au transmis semnale factorilor de decizie, în timp ce ulterior, în urma izbucnirii crizei, acestea au reacționat în mod disproporționat, determinând spreaduri foarte mari ale ratei dobânzii, care reflectau, pe de o parte, probabilitățile percepute de incapacitate de plată ale statelor membre vulnerabile din zona euro, iar pe de altă parte reorientarea către datoriile suverane „etalon”, considerate a fi cele mai sustenabile (cele mai sigure refugii). În prezent, spreadurile ratei dobânzii s-au redus, atingând un nivel mai sustenabil, deși nu au revenit la nivelurile dinaintea crizei.
209. În ceea ce privește viitorul, există argumente în sprijinul unor perspective foarte diferite cu privire la măsura și modul în care disciplina de piață poate contribui la limitarea hazardului moral.
210. Potrivit unei perspective sceptice, disciplina de piață are caracter binar, funcționând conform unui model „în funcțiune/oprit”. Aceasta poate fi „în funcțiune”, dar în acest caz creează obstacole pentru politica monetară, determinând cereri de adoptare a unor politici neconvenționale. În celălalt caz, disciplina de piață este nu este în funcțiune, din cauză că actorii de pe piața financiară își mențin ipoteza din perioada anterioară crizei, conform căreia statele membre din zona euro vor fi mereu salvate de celelalte state membre. Conform acestei perspective, limitarea hazardului moral ar depinde în mare măsură, dacă nu în totalitate, de o guvernare economică puternică.
211. Potrivit altei perspective, disciplina de piață va funcționa numai din momentul în care UEM va reuși să sporească stimulentele pentru constituirea unor rezerve suficiente de protecție împotriva șocurilor, împiedicând astfel ca datoriile publice să devină nesustenabile. În această optică, credibilitatea disciplinei de piață este îmbunătățită prin intermediul unui mecanism solid de gestionare a crizelor, care ar include, pe termen lung, un regim de restructurare a datoriei publice.
212. Cea mai optimistă perspectivă asupra disciplinei de piață susține că, deși nu a fost eficace în trecut, aceasta funcționează deja mai bine, spreadurile randamentelor obligațiunilor funcționând într-o anumită măsură ca instrument de disciplină aplicat guvernelor. Aceasta ar putea funcționa și mai bine în viitor, ca urmare a progreselor reformelor în curs (precum uniunea bancară) din sectorul financiar. De exemplu, în opinia anumitor Experți, vulnerabilitatea sectorului bancar național la riscul de incapacitate de plată pentru împrumuturile suverane poate fi redusă limitând expunerea băncilor la datoria suverană prin reglementări sau prin crearea unor instrumente de datorie alternative, mai sigure. Sectoarele bancare din statele membre din zona euro ar putea deveni mai sigure prin impunerea unor cerințe de capital mai stricte, o supraveghere comună eficace și un mecanism solid de gestionare și soluționare a crizelor la nivel european.
213. Dacă se acceptă ipoteza că în viitor disciplina de piață va putea avea un efect veritabil asupra factorilor de decizie, eventualele scheme de emisiune comună *parțială* ar trebui concepute în așa fel încât semnalele pieței să poată fi în continuare percepute. Această posibilitate poate varia în funcție de caracteristicile conceptuale ale schemei. Emisiunea comună pe baza unor garanții *pro rata* ar determina o mai mare sensibilitate la disciplina de piață decât în cazul garanțiilor solidare. De asemenea, ponderea relativă a emisiunii comune în raport cu datoria care rămâne

națională ar putea reprezenta un alt factor relevant: potențialul de hazard moral al unui regim de *eurobills pro rata* de dimensiuni mici, cu un plafon strict stabilit de lege în ceea ce privește emisiunea comună (*eurobills* cu scadențe de maximum un an și reprezentând cel mult 10 % din PIB per țară) ar fi considerabil mai scăzut decât în cazul unui fond comun de mari dimensiuni, funcționând pe baza unei garanții solidare (*eurobills* cu scadențe de maximum doi ani sau un DRF de dimensiuni mari). Cu toate acestea, unii Experți susțin ideea că emisiunea comună, chiar și parțială, ar tinde să elimine o disciplină de piață care, altfel, ar funcționa corect: introducerea unei scheme de emisiune comună, chiar dacă statele membre ar continua să dețină controlul asupra politicilor lor bugetare, economice și sociale, ar tinde - cel puțin pentru scadențele acoperite - să egalizeze rate ale dobânzii care altfel ar fi reflectat percepția pieței în legătură cu un ansamblu complet de politici naționale și, prin urmare, ar fi transmis fiecărui stat membru în parte semnale în legătură cu riscurile asociate politicilor adoptate.

#### VI.2.8. Restructurarea datoriilor ca posibilitate pe termen lung

214. Unele dintre propunerile formulate susțin, ca element conceput pentru a limita hazardul moral, instituirea unui regim de restructurare a datoriei suverane, care ar fi introdus numai odată ce problemele legate de îndatorarea excesivă au fost soluționate<sup>59</sup>. Potrivit susținătorilor acestei posibilități, un regim de restructurare ar descuraja îndatorarea excesivă, întrucât entitățile suverane s-ar confrunta cu costuri mai ridicate pe măsură ce nivelurile datoriei cresc, și ar permite o evaluare mai precisă a riscului de credit, întrucât creditorii ar putea anticipa riscurile suverane. Se invocă argumentul că toate celelalte instrumente, precum disciplina de piață și riscul suspendării sau al excluderii din schema de emisiune comună, ar fi eficace numai în cazul unui scenariu credibil conform căruia incapacitatea de plată a unei entități suverane nu ar antrena prejudicii incontroabile pentru celelalte state.
215. Există opinii foarte divergente cu privire la fezabilitatea și oportunitatea acestei idei, care rămâne deschisă dezbaterilor<sup>60</sup>. O parte dintre experții grupului consideră că instituirea unui astfel de regim de restructurare a datoriilor ar avea un rol preventiv important în ceea ce privește limitarea hazardului moral. Potrivit acestor Experți, un mecanism viitor de restructurare a datoriilor ar putea fie să completeze guvernanta consolidată, reprezentând o a doua linie de apărare, fie să înlocuiască orice intervenție suplimentară în procesele decizionale naționale; cea de-a doua posibilitate ar fi mai apropiată de modelul actual, descentralizat de luare a deciziilor și de responsabilitate bugetară, conform căruia statele membre dețin principalele competențe politice. Un al doilea grup de Experți este în total dezacord cu ideea unui mecanism de restructurare a datoriilor; acești Experți susțin ideea unor transferuri suplimentare ale prerogativelor bugetare către nivelul european în cazul neconformării repetate a unui stat membru (ceea ce ar necesita modificarea tratatului). Susținătorii posibilității unui regim de restructurare a datoriilor recunosc că este vorba de un proiect pe termen mai lung, care ar putea deveni aplicabil numai

---

<sup>59</sup> A se vedea Rapoartele economice anuale din 2011 și 2013 ale CGEE. GCEE propune ca regimul de restructurare să fie pus în aplicare printr-o revizuire a politicilor de creditare ale MES.

<sup>60</sup> A se vedea, în special, Comitetul pentru politica economică internațională și reformă, *Revisiting Sovereign Bankruptcy*, octombrie 2013, capitolele IV și V; a se vedea și: Raportul economic anual din 2010 al GCEE; Holtemöller și Knedlik 2011.

după soluționarea problemei datoriilor moștenite, neputând fi introdus în următorii ani (deși, potrivit propunerilor, ar trebui să fie adoptat în același timp cu o eventuală schemă de emisiune comună). Grupul de experți nu a realizat o evaluare a fezabilității, a oportunității și a posibilului conținut al unui regim de restructurare a datoriilor.

### **VI.3. Hazardul moral și soluțiile posibile, în cazurile specifice ale unui DRF/P și ale eurobills**

#### *VI.3.1. Hazardul moral și soluțiile posibile, în cazul specific al unui DRF/P*

216. Un DRF/P ar implica un potențial considerabil de hazard moral, mai ales dacă s-ar baza pe o răspundere solidară a statelor membre participante. Chiar și un DRF de mari dimensiuni, conform propunerilor inițiale, ar oferi doar o emisiune parțială de instrumente de datorie, în timp ce datoriile care reprezintă până la 60 % din PIB ar rămâne naționale. Cu toate acestea, hazardul moral ar putea fi ridicat, atât în etapa inițială, în care statele membre participante și-ar putea satisface nevoile de refinanțare (cu excepția scadențelor pe termen scurt) din DRF, cât și în etapa de rambursare. După ce toate statele membre participante ar transfera un volum mare de datorii către schema comună, nu ar mai fi posibilă excluderea statelor membre care nu se mai conformează normelor convenite. Prin urmare, statele membre foarte îndatorate ar avea puterea de a exercita presiuni asupra statelor creditoare. Ar putea apărea și o presiune politică în vederea menținerii unei mutualizări permanente a datoriei, chiar și după încheierea DRF/P, acesta fiind motivul pentru care propunerea inițială a GCEE a inclus o cerință privind realizarea unui referendum în cazul oricărei prelungiri a schemei.
217. Ținând seama de cele de mai sus, DRF/P, astfel cum a fost conceput de GCEE, includea majoritatea instrumentelor discutate mai sus ca elemente ale pactului, în scopul de a menține sub control hazardul moral:
- eligibilitate limitată la statele membre care nu fac obiectul unui program de asistență financiară;
  - o condiție prealabilă privind ratificarea TSCG (eventual consolidat);
  - „acorduri de consolidare” individuale necesare pentru fiecare stat membru;
  - stimulente și sancțiuni financiare (majorări ale ratei dobânzii, posibilitatea tranzacțiilor pe piața secundară);
  - suspendarea externalizării datoriei în etapa inițială în cazul nerespectării normelor;
  - o parte din datoria suverană ar rămâne exclusiv sub responsabilitatea națională;
  - un mecanism de restructurare a datoriei pe termen lung.
218. În schimb, două dintre elementele enumerate în secțiunea VI.2 de mai sus nu au fost incluse în propunerea inițială. Primul dintre acestea este ideea unei „perioade de probă”. Absența acestui element pare a fi determinată de faptul că propunerea privind DRF/P din 2011 a fost concepută ca un instrument de răspuns la criză. Totuși, în principiu, ar fi posibil să se stipuleze o perioadă de probă pentru a testa guvernanta consolidată a UEM înainte de introducerea unui DRF/P. Al doilea

element lipsă este posibilitatea unui transfer către nivelul european al unor competențe *ex ante* de a interveni în procedurile bugetare naționale. Este adevărat că propunerea inițială privind DRF/P includea „acorduri de consolidare” care ar stabili condiții stricte privind politica bugetară, însă fără a preciza cum și de către cine ar fi asigurată respectarea acestor condiții după etapa inițială. Dacă se ia în considerare modificarea tratatului pentru a se deschide calea către o structură de garantare solidară pentru un DRF/P, ar trebui să se analizeze și transferul unor astfel de competențe și exercitarea acestora pe baza metodei comunitare, precum și integrarea unui TSCG consolidat în cadrul UE, astfel încât să se asigure legitimitatea și eficiența.

219. Opțiunea unui DRF/P mai restrâns, constituit din „cote egale” și bazat pe un sistem *pro rata* ar determina un compromis diferit între rezultatele preconizate și riscurile de hazard moral. Statele membre vulnerabile ar obține o reducere mai puțin importantă a costurilor de finanțare a datoriei și ar rămâne mai expuse la disciplina de piață, iar intervalele de timp, atât pentru etapa inițială, cât și pentru etapa de rambursare, ar fi mult mai scurte - factori care ar putea atenua hazardul moral.

#### VI.3.2. Hazardul moral și soluțiile posibile, în cazul eurobills

220. *Eurobills* ar implica, de asemenea, un potențial de hazard moral care, în funcție de variantele conceptuale și de ipotezele privind funcționarea schemei, ar putea să fie mai redus sau la fel de ridicat ca în cazul unui DRF/P. Totuși, factorii determinanți relevanți sunt în parte diferiți.
221. Primul și cel mai important factor este, din nou, structura garanției: o structură de garantare *pro rata* ar reduce mai mult hazardul moral în comparație cu răspunderea solidară, din două motive: în primul rând deoarece fiecare stat membru participant trebuie să ia în calcul limitele răspunderii celorlalți participanți, și în al doilea rând deoarece deteriorarea calității creditului unui stat membru participant din cauza problemelor bugetare și economice ale acestuia ar determina în mod direct și creșterea costurilor de finanțare pentru *eurobills*, efectele negative fiind resimțite de toți participanții.
222. În plus, structura specifică de emisiune comună parțială în cadrul modelului *eurobills* ar contribui, potrivit anumitor Experți, la reducerea hazardului moral. Un factor important în această privință este scadența scurtă a instrumentului, ceea ce implică o prioritate *de facto* față de alte angajamente pe termen mai lung.
223. Astfel, în cazul în care un stat membru nu respectă normele, se poate refuza reînnoirea sau pot fi modificate condițiile acesteia (de exemplu prin reducerea sumei care poate fi reînnoită sub formă de *eurobills* și, prin urmare, mărirea părții din datorie care rămâne națională). Scadențele scurte oferă și posibilitatea de a avea în vedere limitarea în timp, întreruperea anticipată sau reducerea duratei schemei, dacă aceste posibilități sunt prevăzute de legislație. De asemenea, ar exista și o limită maximă legală a emisiunii comune; aceasta ar însemna că o parte majoritară (cel puțin 70 %) din datoria fiecărui stat membru ar continua să fie permanent expusă disciplinei normale de piață.
224. Pe de altă parte, argumentele de mai sus depind în mare măsură de cât de credibilă este presupunerea că limitele menționate anterior vor fi menținute în practică și că opțiunile privind întreruperea sau reducerea emisiunii de *eurobills* vor putea fi cu

adevărat utilizate. Potrivit anumitor Experți, este probabil ca o schemă de *eurobills*, chiar lansată temporar și la scară mică, să genereze așteptări politice și economice și chiar și presiuni pentru ca schema să devină permanentă și să fie extinsă (argumentul de „politică economică”). Aceștia estimează că *eurobills*, chiar dacă ar fi introduse în mod temporar, vor trebui menținute, că acestea ar putea determina o dependență excesivă de îndatorarea pe termen scurt și că piețele le vor considera doar primul pas către emisiunea comună pe termen mai lung, având în vedere că efectele economice ale *eurobills* ar rămâne probabil modeste. În plus, conform acestui punct de vedere, este puțin probabil ca posibilitatea de a întrerupe sau de a reduce, pur și simplu, emisiunea de *eurobills* de la un an la altul în cazul apariției unor probleme sau de a exclude din schemă un stat membru neconform să fie utilizată, date fiind dificultățile de natură politică și riscurile pentru stabilitatea financiară. Se susține că amenințarea de a exclude un stat membru neconform sau chiar de a întrerupe emisiunea comună ar crea imediat presiuni suplimentare asupra tuturor țărilor participante foarte îndatorate și, prin urmare, nu ar fi credibilă. Experții respectivi consideră că, prin urmare, introducerea *eurobills* - indiferent dacă în mod temporar sau permanent - ar trebui luată în considerare numai după o consolidare suplimentară considerabilă a competențelor *ex ante* ale nivelului central asupra politicilor bugetare și economice naționale, ceea ce ar necesita o modificare a tratatului (a se vedea capitolul VII).

225. În sfârșit, hazardul moral este probabil mai mare în cazul opțiunilor conceptuale, sugerate de unii Experți, care includ de la bun început o anumită flexibilitate în ceea ce privește depășirea limitelor normale, de exemplu permițând temporar dependența excesivă de *eurobills* a unui stat membru în criză de lichidități, peste limita autorizată în mod normal. Acesta este unul dintre motivele pentru care unii Experți preferă să excludă astfel de opțiuni.
226. În acest context, instituirea unor mecanisme solide care să limiteze hazardul moral se justifică și în cazul *eurobills*. De altfel, chiar cei care au propus această idee subliniază faptul că *eurobills* nu pot înlocui o guvernare economică și o disciplină bugetară îmbunătățite<sup>61</sup>.

#### **VI.4. Concluzie**

227. Ca o concluzie generală, atât un DRF/P, cât și o schemă de *eurobills* pot genera riscuri de hazard moral, care ar putea fi chiar foarte importante, în funcție de caracteristicile conceptuale concrete. Unii Experți subliniază importanța de a adopta toate măsurile de precauție considerate necesare înainte de instituirea unei scheme de emisiune comună. Având în vedere experiența încă foarte restrânsă cu cadrul de guvernare economică actual, recent reformat al UE, s-ar putea considera că este prudent să se colecteze, mai întâi, dovezi cu privire la eficiența acestei guvernări și, dacă este cazul, să se consolideze și mai mult cadrul de guvernare, înainte de a lua orice decizie cu privire la introducerea emisiunii comune.

---

<sup>61</sup> Hellwig și Philippon, 2011.

## VII. ASPECTE JURIDICE ALE EMISIUNII COMUNE DE INSTRUMENTE DE DATORIE SUB FORMA UNUI DRF/P SAU A EUROBILLS

### VII.1. Cerințele legale și limitele care decurg din tratatele actuale ale UE

228. Un aspect crucial din punctul de vedere al fezabilității se referă la cerințele legale și la limitele impuse de tratatele UE actuale asupra introducerii unui DRF/P și/sau a *eurobills*: ce se poate face în temeiul tratatelor UE actuale și în care cazuri introducerea acestor instrumente ar necesita modificarea tratatului? Trebuie analizate două elemente: cerințele de fond în temeiul tratatelor actuale și sfera competenței actuale a UE.

#### VII.1.1. Cerințe de fond care decurg din articolul 125 din TFUE („clauza no bail-out”)

229. Principala cerință de fond care trebuie respectată este articolul 125 din TFUE (a se vedea anexa 6 pentru formularea acesteia și a altor prevederi relevante din tratat), „clauza no bail-out”, care a fost interpretată de Curtea de Justiție în hotărârea Pringle<sup>62</sup>.

230. Deși interdicția de la articolul 125 din TFUE trebuie respectată în privința tuturor aspectelor concepției financiare a DRF/P sau a *eurobills*, cea mai importantă chestiune se referă la structura de garantare a acestor instrumente.

231. O structură de garantare bazată pe răspunderea solidară a tuturor statelor membre participante ar însemna că fiecare stat membru participant ar oferi garanția legală de a plăti deținătorilor titlurilor emise de un fond comun DRF sau *eurobills* întreaga valoare a acestor titluri în cazul incapacității de plată a fondului emitent. Termenul „solidară” implică faptul că deținătorul unui titlu poate alege să se adreseze oricărui stat membru participant pentru a solicita plata întregii sume garantate, indiferent de faptul că și alte state membre au oferit această garanție.

---

<sup>62</sup> Hotărârea din 27 noiembrie 2012, Thomas Pringle/Guvernul Irlandei și alții, C-370/12, nepublicată încă (denumită în continuare „hotărârea Pringle”).

Referitor la această hotărâre a se vedea, printre altele: E. De Lhoneux, & C. Vassilopoulos, *The European Stability Mechanism before the Court of Justice of the European Union: comments on the Pringle case*, 2014, p. 1-74; V. Borger, *The ESM and the European Court's Predicament in Pringle*, 14 German Law Journal (2013), p. 113-14; P. Craig, *Pringle: Legal Reasoning, Text, Purpose and Teleology*, 20 Maastricht Journal of European and Comparative Law 1 (2013), p. 3-11; B. de Witte & T. Beukers, *The Court of Justice approves the creation of the European Stability Mechanism outside the EU legal order: Pringle*, 50 Common Market Law Review (2013), p. 805-848; S. Adam & F. J. Mena Parras, *The European Stability Mechanism through the Legal Manderings of the Union's Constitutionalism: Comment on Pringle*, 38 European Law Review (2013), p. 848-863; J-P Keppenne & B. Smulders, în: von der Groeben/Schwarze (Eds.), *Kommentar zum EUV/AEUV*, 7 ed. 2014 (în curs de apariție), *Artikel 125*; M. Selmayr, ZÖR 2013, p. 259 - 284.

Compatibilitatea mecanismelor de asistență financiară cu articolul 125 din TFUE a fost examinată de specialiști și înainte de pronunțarea hotărârii Pringle – a se vedea, printre altele, Chr. Calliess, *Das europäische Solidaritätsprinzip und die Krise des Euro – von der Rechtsgemeinschaft zur Solidaritätsgemeinschaft?*, FCE 01/11; A. De Gregorio Merino, *Legal Developments in the Economic and Monetary Union During the Debt Crisis: The Mechanism of Financial Assistance*, 49 Common Market Law Review (2012), p. 1613-1646; J. -V. Louis, *The No-Bailout Clause and Rescue Packages*, 47 Common Market Law Review (2010), p. 976-979; M. Ruffert, *The European Debt Crisis and European Union Law*, 48 Common Market Law Review (2011), p. 1785-1786.

232. Este necesar să se facă o distincție între schema de răspundere solidară descrisă mai sus și celelalte structuri de garantare bazate pe ideea răspunderii *pro rata*. O astfel de structură a fost utilizată pentru FESF: fiecare stat membru participant oferă o garanție pentru titlurile emise de FESF; cu toate acestea, garanția nu acoperă întreaga valoare a titlului, ci doar o parte, care este stabilită în funcție de proporția contribuției statului membru conform „cheii de contribuție la garanție” din cadrul FESF (cheie care, la rândul său, corespunde contribuției fiecărui stat la capitalul vărsat al BCE). MES se bazează, de asemenea, pe o structură *pro rata*, deși concepută în mod diferit decât cea a FESF; în acest caz, statele membre nu oferă garanții deținătorilor de titluri emise de MES; în schimb, acestea sunt obligate, în temeiul Tratatului privind MES, să achite capitalul nevărsat în cazul în care MES ar avea nevoie de acesta (de exemplu dacă un stat membru beneficiar nu rambursează un împrumut). Tratatul privind MES limitează însă răspunderea fiecărui membru al MES, în toate cazurile, la partea sa de capital autorizat la prețul de emisiune; nicio prevedere a tratatului nu poate fi interpretată ca generând obligații de plată mai mari decât partea de capital autorizat corespunzătoare fiecărui membru al MES, astfel cum se specifică în anexa II la tratat, fără acordul prealabil al reprezentantului fiecărui membru și fără a ține cont în mod corespunzător de procedurile naționale<sup>63</sup>.
233. Analiza juridică în lumina articolului 125 din TFUE conduce la concluzia că orice formă de emisiune comună de instrumente de datorie care s-ar baza pe garantarea solidară de către statele membre ar determina în mod direct încălcarea articolului respectiv<sup>64</sup>. Răspunderea solidară înseamnă, prin definiție, că fiecare stat membru și-ar „asuma angajamentele” restului statelor membre participante: prin onorarea garanției pe care și-a asumat-o, un stat membru eliberează nu numai fondul emitent<sup>65</sup>, ci și toate celelalte state membre, de răspunderea față de deținătorii obligațiunilor. Iar aceasta este tocmai situația care face obiectul interdicției formulate la articolul 125 din TFUE („nu își asumă angajamentele”). Răspunderea solidară ar fi, de asemenea, contrară justificării articolului respectiv, care este aceea de „a garanta că statele membre rămân supuse logicii de piață atunci când contractează datorii, aceasta trebuind să le determine să mențină o disciplină bugetară”<sup>66</sup>. În cazul în care un stat membru garantează datoria altui stat membru în mod direct față de creditorii acestuia din urmă, acest din urmă stat nu mai este supus logicii de piață pentru datoria respectivă.
234. Hotărârea Pringle, în care Curtea de Justiție a confirmat conformitatea Tratatului privind MES cu articolul 125, oferă o confirmare ulterioară a acestei concluzii. MES nu se bazează pe răspunderea solidară a statelor membre, ci numai pe angajamente

---

<sup>63</sup> A se vedea articolul 8 alineatul (5) din Tratatul privind MES și Declarația părților la Tratatul privind MES din 27 septembrie 2012.

<sup>64</sup> A. De Gregorio Merino, *Legal Developments in the Economic and Monetary Union during the Debt Crisis: The Mechanism of Financial Assistance*, 49 *Common Market Law Review* (2012), p. 1626; V. Borger, *How the Debt Crisis Exposes the Development of Solidarity in the Euro Area*, 9 *European Constitutional Law Review* (2013), p. 36; proiectul, secțiunile 3.2.2. și 3.2.3.

<sup>65</sup> Având în vedere că fondul respectiv reprezintă un „organism de drept public” creat în comun de statele membre, prin urmare o emanație a acestora; a se vedea argumentația avocatului general Kokott în cauza Pringle, punctele 110 și 153.

<sup>66</sup> Hotărârea C-370/12, Pringle, punctul 135.



*pro rata* de a achita capitalul nevărsat. Tratatul privind MES prevede că niciun stat membru nu garantează pentru datoria altor state membre. Este adevărat că în hotărârea Pringle, Curtea a susținut, pe baza unei interpretări teleologice a articolului 125, că nu toate formele de asistență financiară între statele membre sunt interzise de articolul respectiv. Curtea a formulat două condiții pentru ca asistența să fie compatibilă cu articolul 125 - aceasta trebuie să fie indispensabilă pentru protejarea stabilității financiare a zonei euro în ansamblul său și să facă obiectul unor condiții stricte<sup>67</sup> - și a considerat că MES satisface aceste condiții. Însă, în același timp, Curtea a subliniat că MES nu are rolul de garant al datoriei statului membru beneficiar, care va rămâne răspunzător față de creditorii săi<sup>68</sup>. Principiul de la care pornește Curtea este că fiecare stat membru rămâne singurul responsabil pentru propria sa datorie<sup>69</sup>. Prin urmare, hotărârea Pringle nu poate fi invocată pentru a demonstra compatibilitatea cu articolul 125 din TFUE a altor scheme care, spre deosebire de MES, se bazează pe garantarea de către un stat membru a datoriei altui stat membru față de creditorii acestuia din urmă, chiar și atunci când se susține că schemele respective protejează stabilitatea zonei euro și că fac obiectul unor condiții stricte.

235. Au existat mai multe încercări din partea juriștilor, în special anterior hotărârii Pringle, de a evita concluzia că garanțiile solidare încalcă articolul 125. Argumentele în acest scop sunt prezentate și comentate în continuare.

- Unii juriști au susținut că din formularea articolului 125 reiese că acesta interzice numai statelor membre să garanteze pentru alte state membre, dar nu și unei entități legale separate instituite ca organizație internațională, cum ar fi DRF<sup>70</sup>. Acest argument nu ține seama de faptul că articolul trebuie să includă și garantarea de către orice organizație internațională care este controlată de statele membre și, prin urmare, constituie o emanație a acestora, întrucât în caz contrar efectul util ar articolului ar putea fi subminat cu ușurință. Acest argument a fost, de asemenea, respins

---

<sup>67</sup> Punctul 136.

<sup>68</sup> Punctul 138: „În ceea ce privește Tratatul MES, este necesar să se constate, în primul rând, că dispozițiile de susținere pentru stabilitate la care poate recurge MES în temeiul articolelor 14-18 din acest tratat arată că MES nu va garanta datoriile statului membru beneficiar. Acesta va răspunde față de creditorii săi pentru angajamentele sale financiare.”

<sup>69</sup> Acest lucru este confirmat de punctul de vedere al avocatului general Kokott în cauza respectivă (a se vedea punctele 115 și 116): „... asumarea voluntară a obligației de răspundere pentru angajamentele altui stat membru încalcă, în principiu, articolul 125 TFUE. Instrumentele de asistență financiară prevăzute de Tratatul MES nu reprezintă însă o asemenea garanție pentru angajamentele unui alt stat membru. După cum am arătat deja, pentru acordarea instrumentelor de asistență financiară este necesară decizia consiliului guvernatorilor, astfel încât nu există nicio obligație a MES. În plus, nici împrumuturile, nici cumpărările de titluri nu garantează creditorilor unui stat membru rambursarea creanțelor lor ... instrumentele de asistență financiară aflate la dispoziția MES nu prezintă nicio garanție pentru angajamentele statelor sale membre...”

<sup>70</sup> M. Nettesheim, *Der Schuldentilgungsfonds: Rechtliche Rahmenbedingungen eines umstrittenen Instruments zur Eurorettung*, în: M. Breuer et al. (ed.), *Der Staat im Recht*, 2013, p. 603, 607-610.

în cauza Pringle<sup>71</sup>. În orice caz, răspunderea solidară implică faptul că dacă un stat membru își onorează integral obligația de garantare, acesta nu eliberează numai fondul comun, ci și celelalte state membre de obligațiile lor de garantare.

- S-ar putea argumenta că, în urma hotărârii Pringle, numai cele două condiții „teleologice” la care aceasta se referă (necesitatea de a proteja stabilitatea financiară a zonei euro; condițiile stricte) sunt relevante pentru orice schemă de asistență și că nu ar trebui să conteze dacă o schemă implică sau nu garanții. Cu toate acestea, astfel cum se arată mai sus, această interpretare ar fi incompatibilă cu formularea articolului 125, cu scopul acestui articol, precum și cu hotărârea Pringle: faptul de a garanta (în sensul legal) înseamnă „a-și asuma angajamente” și, prin urmare, este interzis de articolul 125.
- În mod similar, unii juriști au susținut că articolul 125 nu ar trebui să împiedice instituirea unui DRF/P, având în vedere că rolul acestuia ar fi tocmai acela de a atinge obiectivele privind stabilitatea ale tratatului, separând datoriile anterioare de cele viitoare și permițând statelor membre să-și respecte obligațiile impuse de tratat pentru datoriile viitoare (care trebuie să se mențină sub 60 % din PIB), în timp ce datoriile anterioare sunt separate în vederea unei rambursări controlate<sup>72</sup>. Cu toate acestea, nici formularea sau istoria legislativă a articolului 125, nici hotărârea Pringle nu oferă un temei pentru o reinterpretare atât de radicală. Articolul prevede o interdicție absolută, fără un prag sau o distincție între datoria „anterioară” și cea „nouă”. Scopul său este acela de a evita hazardul moral impunând ca fiecare stat să-și asume responsabilitatea, față de creditorii, pentru întregul său datorie<sup>73</sup>. De asemenea, rezultă că articolul 125 alineatul (2) nu ar putea fi utilizat de către Consiliu pentru o astfel de reinterpretare a clauzei „no bail-out”.
- Unii juriști susțin că s-ar putea considera că un DRF/P sau o schemă de *eurobills* reprezintă un „proiect specific” în sensul excepției incluse la articolul 125 alineatul (1)<sup>74</sup>. Cu toate acestea, noțiunea respectivă, ca orice excepție de la regula generală, trebuie interpretată în mod strict, ca referindu-se la proiectele cu adevărat specifice, de exemplu cele privind infrastructuri realizate și finanțate în comun de mai multe state membre

---

<sup>71</sup> A se vedea opinia avocatului general Kokott (*ibid.*) și punctul 175 din hotărârea Curții, în care se stabilește o echivalență între MES și statele membre participante, în sensul articolului 273 din TFUE.

<sup>72</sup> J. Delpla & J. von Weizäcker, *The Blue Bond Proposal*, Bruegel, Brussels, Bruegel Policy Paper, May 2012, n°2010/3 disponibil la adresa: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/#comment->, p.6. Pentru punctul de vedere opus, a se vedea F. Allemand, *La faisabilité juridique des projets d'euro-obligations*, 48 *Revue trimestrielle de droit européen* 3 (2012), p. 580.

<sup>73</sup> Hotărârea Pringle, punctul 135.

<sup>74</sup> F. Martucci, *Le défaut souverain en droit de l'Union européenne – Les instruments de droit de l'Union européenne pour remédier à l'insolvabilité des Etats*, în: M. Audit (dir.), *Insolvabilité des Etats et dettes souveraines*, L.G.D.J., 2011, p. 233-276.

(un pod sau un tunel între două state)<sup>75</sup>. Această noțiune nu se poate aplica unei scheme ample instituite pentru a refinanța în mod sistematic datoria publică.

236. Pe de altă parte, conceptele financiare alternative ale emisiunii comune care nu se bazează pe răspunderea solidară ar putea îndeplini cerințele articolului 125 din TFUE. Acest lucru poate fi valabil în special pentru un concept echivalent cu cel pe care se bazează MES, în cadrul căruia statele membre nu oferă garanții deținătorilor titlurilor emise de MES, ci doar se angajează să injecteze capital pe bază *pro rata*, iar îndeplinirea obligației de a injecta capital nu numai că nu eliberează statele membre de obligațiile lor față de MES, ci nici măcar nu reduce aceste obligații. Hotărârea Pringle a confirmat în mod clar că o astfel de structură de capital nu încalcă dispozițiile articolului 125. Prin urmare, o astfel de structură ar putea fi transpusă în vederea instituirii unui DRF/P sau a unui fond de *eurobills*. În plus, conformitatea unui DRF/P sau a *eurobills* cu articolul 125 dintr-o perspectivă teleologică ar putea fi asigurată prin modalități adecvate de limitare a hazardului moral (a se vedea capitolul VI de mai sus).

237. În concluzie, deși tratatele actuale ale UE nu permit scheme de emisiune comună a instrumentelor de datorie bazate pe răspunderea solidară a statelor membre, acestea ar putea permite structuri de garantare bazate pe angajamente *pro rata* și, în special, pe o structură de capital similară celei a MES.

*VII.1.2. Cerințe de fond care decurg din interdicția privind finanțarea monetară (articolul 123 din TFUE)*

238. Atunci când se discută constituirea de garanții reale pentru un DRF/P sau o schemă de *eurobills*, trebuie să se țină seama de interdicția privind finanțarea monetară (articolul 123 din TFUE). Acest lucru este relevant pentru rezervele de aur și valută. În zona euro, rezervele de aur ale statelor membre sunt deținute în special de băncile centrale naționale (sau, în câteva cazuri, de guvern, dar chiar și atunci autoritatea de a administra rezerva poate fi conferită prin lege băncii centrale). Articolul 123 din TFUE interzice BCE și băncilor centrale naționale să acorde orice tip de facilitate de credit, printre altele, guvernelor sau oricăror alte organisme publice. Aceasta înseamnă că statele membre nu pot utiliza rezervele de aur deținute sau administrate de băncile centrale, chiar și cu acordul băncilor centrale, ca garanții reale pentru o schemă care are scopul de a obține fonduri pentru bugetele naționale. Același lucru este valabil și pentru rezervele valutare deținute de băncile centrale naționale.

*VII.1.3. Aspecte privind competența pentru instituirea unui DRF/P sau a unei scheme de eurobills și pentru adoptarea de măsuri complementare de limitare a hazardului moral: prin legislația UE sau la nivel interguvernamental?*

239. O altă întrebare care trebuie examinată este dacă în temeiul tratatelor UE ar exista competența de a institui un DRF/P sau o schemă de *eurobills*, chiar dacă acest lucru ar fi în conformitate cu articolul 125 (și anume pe o bază *pro rata*), printr-un act

---

<sup>75</sup> Referitor la excepția prevăzută la articolul 125 alineatul (1), a se vedea J-P Keppenne & B. Smulders, în: von der Groeben/Schwarze (Ed.), *Kommentar zum EUV/ AEUV*, 7 ed. 2014 (în curs de apariție), Artikel 125; F. Allemand, *La faisabilité juridique des projets d'euro-obligations*, 48 *Revue trimestrielle de droit européen* 3 (2012), p. 582.

legislativ al UE. Acesta este un aspect important, întrucât instituirea unui DRF/P sau a unei scheme de *eurobills* în cadrul legislativ al UE ar însemna că instituțiile UE ar lua decizii în acest domeniu prin metoda comunitară și în conformitate cu modelul său de responsabilitate democratică. În mod semnificativ, Parlamentul European a solicitat Comisiei să instituie un DRF/P printr-o propunere legislativă în cadrul dreptului UE, și nu să propună o structură interguvernamentală<sup>76</sup>.

240. Primul temei juridic care trebuie examinat este articolul 136 din TFUE, care se referă, printre altele, la procedura legislativă ordinară de la articolul 121 alineatul (6) din TFUE.
241. Acest temei juridic, care a fost utilizat pentru o parte dintre dispozițiile „pachetului de șase” și pentru „pachetul de două”, permite adoptarea de către Parlamentul European și Consiliu, prin codecizie, a unor acte legislative (regulamente, directive sau decizii) aplicabile numai statelor membre din zona euro, caz în care numai statele respective pot vota în cadrul Consiliului. Articolul 136 alineatul (1) litera (a) prevede adoptarea de acte legislative care au scopul de „a consolida coordonarea și supravegherea disciplinei [...] bugetare” a statelor membre. În plus, dat fiind că acest temei juridic face parte din titlul privind politica economică și monetară din tratat, orice act legislativ care îl utilizează trebuie să respecte natura și domeniul de aplicare a competențelor UE în domeniul politicii economice (din care face parte politica bugetară), care se limitează la coordonarea politicilor economice ale statelor membre [a se vedea articolul 2 alineatul (3) și articolul 5 alineatul (1) din TFUE]. Prin definirea rolului UE ca un rol de coordonare, tratatele UE presupun că statele membre își păstrează în esență suveranitatea în ceea ce privește funcțiile lor bugetare și de trezorerie - chiar dacă această suveranitate este limitată de obligații privind disciplina bugetară impuse de tratatele UE - și că Uniunea nu poate înlocui, nici măcar în parte, statele membre în exercitarea acestor funcții.
242. Dacă se aplică aceste condiții ideilor deja propuse, devine clar că articolul 136 nu este adecvat. Atunci când se examinează scopul acestora, chiar dacă se poate afirma că un DRF/P sau o schemă de *eurobills* ar permite, de asemenea, consolidarea disciplinei bugetare a statelor membre, scopul lor imediat și preponderent ar fi acela de a finanța datoriile suverane ale statelor membre, acest scop fiind în afara domeniului de aplicare al articolului 136. În orice caz, un DRF/P instituit la nivel european nu ar fi doar un mecanism care să coordoneze și să monitorizeze emisiunea de instrumente de datorie publică de către statele membre. Acesta ar presupune instituirea unei entități juridice distincte de statele membre și mutualizarea unei părți a emisiunilor de instrumente de datorie ale acestora. În plus, ideea unui DRF/P ar implica și anumite obligații stricte, astfel cum s-a subliniat în capitolul IV de mai sus. În mod similar, o schemă de *eurobills* ar necesita instituirea unei entități juridice distincte care să emită instrumente de datorie publică pe termen scurt în numele statelor membre, în limitele stabilite pentru fiecare stat membru la nivel european, împreună cu o interdicție legală privind emisiunea de instrumente de datorie pe termen scurt de către statele membre. Cele de mai sus evidențiază că prin instituirea unui DRF/P sau a unei scheme de *eurobills*, UE ar prelua în parte funcțiile clasice ale trezoreriilor naționale și, prin urmare, elemente care țin de

---

<sup>76</sup> A se vedea rezoluția din 16 ianuarie 2013 referitoare la fezabilitatea introducerii obligațiunilor de stabilitate [2012/2028(INI)], anexă.

suveranitatea națională (de exemplu dreptul de a emite instrumente de datorie publică, de a stabili calendarul emisiunilor și de a decide cu privire la raportul dintre instrumentele pe termen scurt și cele pe termen lung); în mod inevitabil, aceasta ar depăși limitele coordonării politicii economice<sup>77</sup>.

243. Prin urmare, nu există nicio competență în temeiul articolului 136 din TFUE pentru a institui un DRF/P sau o schemă de *eurobills*.
244. Celălalt temei juridic care trebuie examinat este articolul 352 din TFUE (clauza de flexibilitate)<sup>78</sup>. Pe scurt, pentru a recurge la această clauză, acțiunea Uniunii trebuie să fie necesară pentru a atinge unul dintre obiectivele Uniunii stabilite de tratate, în cadrul politicilor Uniunii, și trebuie ca tratatele să nu confere o competență expresă pentru o astfel de acțiune. De asemenea, Curtea de Justiție a precizat că orice măsură adoptată pe această bază trebuie să rămână în cadrul general stabilit de tratate și să nu constituie, pe fond, o modificare a tratatelor<sup>79</sup>.
245. Condițiile care figurează în mod expres la articolul 352 din TFUE ar putea fi eventual îndeplinite pentru un act de instituire a unui DRF/P sau a *eurobills*, în măsura în care DRF/P sau *eurobills* s-ar putea califica drept o acțiune necesară pentru a proteja stabilitatea financiară a zonei euro [care este un obiectiv fundamental al UE, a se vedea articolul 3 alineatul (4) din TUE]. Cu toate acestea, există limite clare determinate de cerința nescrisă, care decurge din jurisprudența UE, conform căreia o măsură adoptată în temeiul articolului 352 nu trebuie să depășească cadrul general al tratatelor UE și să determine o reformă care, în substanță, ar necesita o modificare efectivă a tratatelor. „Cadrul general al tratatelor” se bazează pe premisa suveranității bugetare a statelor membre – deși limitată de disciplina bugetară prevăzută la articolul 126 din TFUE – și pe un rol al Uniunii limitat la coordonarea politicilor bugetare și la punerea în aplicare a acestei discipline. Acest lucru este confirmat de sistemul de resurse proprii ale Uniunii. În temeiul articolului 311 din TFUE, resursele proprii ale Uniunii sunt stabilite printr-o decizie unanimă a Consiliului, care trebuie ratificată de statele membre (în mod normal prin implicarea parlamentelor naționale, care dețin competența bugetară). Cerința de ratificare de la articolul 311 presupune suveranitatea bugetară a statelor membre și a parlamentelor acestora. Prin urmare, articolul 352 nu ar putea fi utilizat pentru a impune statelor membre niciun fel de obligație de a-și mobiliza resursele bugetare în scopul unei măsuri comune a UE, întrucât acest lucru ar eluda cerința de ratificare de la articolul 311 și ar compromite suveranitatea bugetară a statelor membre. La fel, un act adoptat în temeiul articolului 352 nu ar putea impune modul în care statele membre trebuie să mobilizeze sumele necesare pentru a-și finanța bugetele. Având în vedere cele de mai sus, un act legislativ al UE întemeiat pe articolul 352 nu ar putea în niciun caz să impună o obligație ca statele membre să participe la o schemă de emisiune comună de instrumente de datorie, și nici să

---

<sup>77</sup> În aceeași ordine de idei, Curtea de Justiție a constatat, în hotărârea Pringle, că întrucât rolul Uniunii este limitat la coordonarea măsurilor, tratatele nu conferă nicio competență specifică de a institui un mecanism de stabilitate (precum MES); a se vedea hotărârea Pringle, punctul 64.

<sup>78</sup> La punctul 67 din hotărârea Pringle, Curtea de Justiție a lăsat deschisă întrebarea dacă articolul 352 ar putea fi utilizat pentru a institui un mecanism de stabilitate precum MES.

<sup>79</sup> A se vedea opinia A-2/94, [1996] Rec. I-1759, punctele 30 și 35.

limiteze dreptul acestora de a emite instrumente naționale de datorie publică. Un astfel de act nu ar putea nici să oblige un stat membru să facă plăți către un fond care gestionează emisiuni comune sau să garanteze emisiunile comune.

246. Pe baza elementelor anterioare se poate susține opinia juridică conform căreia articolul 352 nu permite adoptarea niciunui fel de act care să instituie un DRF/P sau o schemă de *eurobills*, întrucât un astfel de act, care ar înlocui funcțiile tradiționale de trezorerie ale statelor membre și ar afecta suveranitatea bugetară națională, ar depăși în mod necesar cadrul general al tratatelor.
247. Cu toate acestea, poate fi argumentată și o perspectivă diferită, conform căreia ar fi posibilă instituirea, prin intermediul unui regulament întemeiat pe articolul 352, a unei structuri UE administrate de o instituție UE (de exemplu Comisia), care să fie pusă la dispoziția statelor membre pentru emisiunea comună de instrumente de datorie suverană pe termen scurt (*eurobills*). Însă, pentru a fi conform cu legislația UE, un astfel de act ar trebui să lase statelor membre libertatea de a alege dacă să utilizeze sau nu structura de emisiune comună astfel instituită. Acesta ar putea doar să prevadă anumite condiții care ar trebui îndeplinite de statele membre care doresc să participe (de exemplu, respectarea unor decizii anuale ale UE stabilind limite pentru fiecare țară privind finanțarea prin emisiune comună, angajamentul de a nu emite instrumente proprii de datorie pe termen scurt pe durata participării la structură, un angajament privind o contribuție *pro rata* la capital etc.). Dat fiind că astfel de angajamente ar fi, prin definiție, pe termen scurt în cazul *eurobills*, s-ar putea susține că un act în temeiul articolului 352 astfel interpretat nu ar compromite suveranitatea bugetară a statelor membre și nu ar depăși cadrul general al tratatelor.
248. Cu toate acestea, probabil că un astfel de act în temeiul articolului 352 nu ar fi suficient pentru a asigura stabilitatea necesară a unei scheme de *eurobills*. Acesta ar trebui să fie însoțit de un acord interguvernamental prin care statele membre din zona euro să își ia un angajament obligatoriu din punct de vedere juridic de a utiliza efectiv platforma comună instituită de actul UE, pentru o perioadă de timp prestabilită, și de a respecta condițiile de participare.
249. Deși instituirea sa ar fi mai complexă, o astfel de combinație dintre un act în temeiul articolului 352 și un acord interguvernamental ar prezenta, față de o construcție pur interguvernamentală, avantajul important că ar fi posibil să se utilizeze cadrul instituțional al UE pentru instituirea unei scheme de *eurobills*, evitând astfel problemele importante legate de compatibilitatea cu guvernarea economică a UE și de responsabilitate care vor fi prezentate mai jos (capitolul VIII). Însă un astfel de model ar suscita probabil obiecții juridice importante: s-ar putea susține că, din principiu, un act legislativ al UE care nu poate fi aplicat în absența unui act interguvernamental paralel este contrar principiului autonomiei dreptului UE; de asemenea, s-ar putea susține că un act UE care nu este suficient pentru a răspunde unei probleme nu poate fi considerat „necesar pentru a atinge unul dintre obiectivele tratatului” în sensul articolului 352.
250. În orice caz, o astfel de combinație ar părea mult mai puțin justificată pentru un DRF/P decât pentru *eurobills*. DRF/P, inclusiv componentele sale legate de ideea unui „mare pact”, reprezintă un cadru legal complex și cuprinzător determinând o serie de obligații foarte extinse care, în plus, ar angaja statele membre pentru o perioadă de timp considerabilă. Multe dintre acestea se află în mod clar în afara

competențelor UE: obligația de a refinanța toate datoriile cu o scadență de peste doi ani prin DRF/P în etapa inițială, obligația de a aloca venituri fiscale fondului, instituirea unui regim de restructurare a datoriilor suverane (aplicabil în mod permanent după rambursare) etc. Prin urmare, atunci când se analizează cadrul legal al DRF/P în ansamblu, elementele menționate anterior, care depășesc în mod clar cadrul actual al tratatelor, merg în mod sigur mai departe decât instituirea unei platforme de emisiune comună. În plus, întreaga schemă ar implica obligații juridice pe termen lung. Ținând cont de acești factori, un model combinat care să includă un act în temeiul articolului 352 pare greu de justificat pentru un DRF/P.

251. Una dintre dificultăți este legată de faptul că articolul 352 prevede adoptarea unui act unanim al Consiliului (în mod normal la nivelul UE-28) după aprobarea Parlamentului European<sup>80</sup>. Deși, teoretic, este posibil să se adopte un act în temeiul articolului 352 care să se aplice numai statelor din zona euro, nu este posibilă excluderea totală a statelor membre din afara zonei euro din procesul decizional. Acest lucru s-ar putea realiza numai prin mecanismul de cooperare consolidată, a cărui utilizare nu pare a fi exclusă în cazul articolului 352<sup>81</sup>, dar cu condiția ca în prealabil să se fi încercat adoptarea unanimă a unui act la nivelul UE-28<sup>82</sup>. Prin urmare, Consiliul, hotărând la nivelul UE-18 (numai țările din zona euro) ar putea adopta actul numai dacă toate țările din afara zonei euro sunt de acord să nu participe. În cazul în care ar fi utilizată cooperarea consolidată, articolul 332 din TFUE ar garanta că statele membre participante nu ar face obiectul expunerii financiare indirecte, prin bugetul UE, la un fond creat în temeiul articolului 352.

252. Un alt aspect care trebuie menționat în acest context se referă la faptul că unele dintre modalitățile de a evita hazardul moral, discutate mai sus (capitolul VI), ating sau depășesc limitele actuale ale competenței UE și, prin urmare, ridică problema modificării tratatului. De exemplu, o modificare a tratatului ar fi necesară pentru a conferi UE dreptul de a solicita revizuirea bugetelor naționale în conformitate cu angajamentele europene; aceasta ar însemna că natura opiniilor Comisiei privind proiectele de buget naționale ar trebui modificată, astfel încât acestea să devină obligatorii (introducând dreptul de veto asupra bugetului național în cazul nerespectării obligațiilor bugetare). *A fortiori*, crearea prerogativei de a cere adoptarea sau modificarea unor acte specifice ale UE, sau chiar cerința ca bugetele naționale anuale să fie supuse în mod sistematic aprobării la nivel european, ar necesita modificarea tratatului. În ceea ce privește integrarea economică consolidată în zona euro, ar fi necesar să se analizeze suplimentar dacă și în ce circumstanțe „angajamentele contractuale” negociate între fiecare stat membru din zona euro și Comisie, aprobate de Consiliu și prevăzând măsuri de stimulare a creșterii,

---

<sup>80</sup> Ca urmare a unor cerințe constituționale specifice, anumite guverne (de exemplu cel al Germaniei) nu pot aproba un astfel de act decât dacă parlamentul din țara respectivă a adoptat o autorizare.

<sup>81</sup> Parlamentul European consideră că acest lucru este posibil - a se vedea rezoluția din 12 decembrie 2013 referitoare la problemele constituționale ale unei administrări pe mai multe niveluri a Uniunii Europene [2012/2078(INI)], punctul 17 (denumită în continuare „rezoluția PE referitoare la administrarea pe mai multe niveluri”).

<sup>82</sup> Ca propunere privind instituirea unei platforme de emisiune comună accesibilă fie tuturor statelor membre, fie numai celor din zona euro.

competitivității și creării de locuri de muncă ar putea deveni pe deplin obligatorii și cu caracter executoriu în temeiul tratatelor actuale.

253. În cazul în care, în absența sau până la adoptarea unei modificări a tratatelor UE, s-ar avea în vedere posibilitatea unei baze pur interguvernamentale pentru instituirea unui DRF/P sau a unei scheme de *eurobills*, de exemplu după modelul Tratatului privind MES, ar trebui să fie examinate consecințele pe plan instituțional și în materie de responsabilitate democratică.
254. În cazul unei construcții pur interguvernamentale, toate competențele decizionale la nivel european sunt exercitate numai de guvernele statelor membre. Este adevărat că Tratatul privind MES încredințează diferite sarcini Comisiei, precum și Băncii Centrale Europene. Cu toate acestea, sarcinile respective au fost conferite la nivel interguvernamental, și anume în afara cadrului Uniunii, de către statele membre conform așa-numitului model „Bangladesh”<sup>83</sup>. Hotărârea Pringle a definit limitele acestui model<sup>84</sup>: natura sarcinilor încredințate trebuie să se limiteze la funcții precum coordonarea sau gestionarea; sarcinile sunt îndeplinite în numele statelor membre care le încredințează (sau al organizației interguvernamentale pe care acestea au creat-o, și anume MES) și nu pot implica nicio competență decizională; sarcinile trebuie să nu schimbe caracterul esențial al competențelor pe care tratatele UE le conferă instituțiilor. Un punct controversat este dacă toate statele membre ale UE (și nu numai statele membre din zona euro) ar trebui să își dea consimțământul cu privire la un „mandat Bangladesh”. Această poziție juridică este susținută de unii experți, dar contestată de alții<sup>85</sup>. În cazul FESF și MES, toate statele membre și-au exprimat acordul comun.
255. Prin urmare, în cazul unui DRF/P sau al unei scheme de *eurobills* (la fel ca în cazul MES), Comisiei ar putea să i se încredințeze sarcini de pregătire și de gestionare, dar aceasta ar fi subordonată în această privință unui organism interguvernamental - de exemplu un consiliu de guvernatori - compus din reprezentanți ai guvernelor statelor din zona euro, având competență decizională exclusivă; competențele decizionale nu ar putea fi exercitate de Comisie și nici de celelalte două instituții politice ale UE, și anume Consiliul și Parlamentul (iar Curtea de Justiție ar avea o

---

<sup>83</sup> Denumit după hotărârea „Ajutor pentru Bangladesh” a Curții de Justiție (C-181/91 și C-248/91, Parlamentul European/Consiliul și Comisia, [1993] Rec. I-3685), în care acest model a fost recunoscut pentru prima dată. Pentru a oferi o imagine completă, trebuie să se adauge că Tratatul privind stabilitatea, coordonarea și guvernarea în cadrul uniunii economice și monetare (TSCG) - un alt tratat încheiat în afara dreptului UE - urmează alt model decât cel al Tratatului privind MES: acesta nu instituie o structură instituțională proprie, ci conține în esență angajamente de fond privind disciplina bugetară, a căror respectare poate fi monitorizată de Comisie și Consiliu în temeiul competențelor care le-au fost conferite de Tratatul UE. Acest model nu poate fi transpus în contextul emisiunii comune de instrumente de datorie.

<sup>84</sup> A se vedea hotărârea Pringle, punctele 155-165.

<sup>85</sup> A se vedea, *pro*: A. De Gregorio Merino, *Legal Developments in the Economic and Monetary Union during the Debt Crisis: The Mechanism of Financial Assistance*, 49 *Common Market Law Review* (2012), p. 1638; și *contra*: S. Peers, *Towards a New Form of EU Law?: The Use of EU Institutions outside the EU Legal Framework*, 9 *European Constitutional Law Review* (2013), p. 54. Ambele poziții au fost, de asemenea, susținute de anumite state membre și instituțiile UE în cadrul audierii în fața Curții de Justiție în cauza Pringle. Hotărârea Pringle nu se pronunță în legătură cu această chestiune.



competență limitată<sup>86</sup>). Parlamentului European nu i s-ar putea acorda competența de a adopta dispoziții legislative sau de a aproba acte-cheie (precum numirile), iar Comisia nu ar răspunde în fața acestuia pentru măsuri luate exclusiv în numele statelor membre din zona euro. Cu alte cuvinte, responsabilitatea democratică ar fi asigurată, conform unui astfel de model, numai prin parlamentele naționale și capacitatea acestora de a controla comportamentul reprezentanților guvernelor în cadrul consiliului de conducere. Dificultățile implicate de un astfel de model în ceea ce privește asigurarea unui control parlamentar veritabil pentru deciziile paneuropene care ar afecta toate statele vor fi discutate în capitolul VIII de mai jos.

256. În plus, orice competențe decizionale interguvernamentale ale consiliului de conducere al unui DRF/P sau unei scheme de *eurobills* ar trebui să nu afecteze competențele de coordonare a politicilor economice ale statelor membre, pe care tratatele UE le-au conferit instituțiilor Uniunii<sup>87</sup>. Este greu de stabilit care sunt constrângerile care decurg din această axiomă, însă este puțin probabil ca Curtea de Justiție să accepte o schemă în cadrul căreia puterea unui organism interguvernamental de a influența politicile bugetare și economice ale tuturor statelor membre din zona euro (nu numai ale celor care se confruntă cu dificultăți financiare și au nevoie de asistență) ar fi contrară sau superioară competențelor conferite instituțiilor Uniunii de articolele 121, 126 și 136 din TFUE. Astfel, în hotărârea Pringle, Curtea a acceptat competențele Consiliului de guvernatori al MES pe baza argumentului că MES „nu are drept obiect coordonarea politicilor economice”<sup>88</sup>, ci de a furniza un sprijin *ad hoc* pentru stabilitatea financiară țărilor care se confruntă cu probleme grave de finanțare. S-ar putea pune întrebarea dacă acest principiu dezvoltat de Curte ar continua să fie respectat, de exemplu, dacă dispozițiile legale ale DRF/P ar prevedea negocierea și aprobarea de către un organism interguvernamental a unor acorduri de consolidare obligatorii cu fiecare stat membru participant, care să impună condiții privind politica bugetară și reforme structurale. În cazul *eurobills*, ar putea apărea probleme similare în privința deciziilor anuale luate de un consiliu interguvernamental al schemei de *eurobills*, care să stabilească drepturile anuale de finanțare ale statelor membre în funcție de comportamentul bugetar și economic al acestora. În ambele cazuri, există un risc ca centrul de gravitație al principalelor competențe decizionale colective să se deplaseze de la instituțiile Uniunii către un consiliu interguvernamental.

## **VII.2. Aspecte legate de constituțiile naționale și în special de autonomia bugetară a parlamentelor naționale**

257. Constituțiile naționale limitează participarea statelor membre la o schemă de emisiune comună de instrumente de datorie, aceste limite decurgând în special din principiul autonomiei bugetare a parlamentelor naționale. Discuțiile referitoare la dreptul constituțional german au fost deosebit de intense (a se vedea anexa 7), însă principii și constrângeri similare se aplică probabil și în alte state membre. Alte exemple relevante sunt dispozițiile constituționale ale Estoniei privind autonomia

---

<sup>86</sup> Articolul 273 din TFUE; a se vedea hotărârea Pringle, punctele 170–177.

<sup>87</sup> Hotărârea Pringle, punctele 108-114.

<sup>88</sup> Hotărârea Pringle, punctul 110.

bugetară a parlamentului național, astfel cum au fost interpretate de Curtea Supremă a Estoniei în hotărârea sa din 2012 referitoare la Tratatul privind MES<sup>89</sup>, precum și dispozițiile constituționale finlandeze, astfel cum au fost interpretate în declarațiile emise de către Comitetul finlandez de drept constituțional<sup>90 91</sup>.

258. Prezentul raport nu are drept obiect realizarea unei analize detaliate pentru a stabili dacă și în care circumstanțe emisiunea comună de instrumente de datorie și garanțiile naționale aferente ar putea satisface cerințele constituționale naționale. După examinarea principiilor dreptului constituțional german, se poate formula următorul principiu general, care însă ar trebui tratat cu precauția necesară. Va fi cu atât mai probabil ca schema să fie considerată conformă cu limitele constituționale cu cât se asigură mai clar prin dispoziții legale, într-un act de instituire a emisiunii comune de instrumente de datorie, că răspunderea maximă a unui stat membru („creditor”), chiar dacă este considerabilă, este strict limitată în prealabil, că angajamentele concrete asumate vor fi supuse cu regularitate aprobării parlamentelor naționale (garantând de asemenea dreptul parlamentelor de a fi informate și de a influența gestionarea schemei) și că schema prevede condiții și garanții stricte elaborate pentru a asigura disciplina bugetară a tuturor statelor membre. Aplicarea acestui principiu general în cazul unor posibile DRF/P sau scheme de *eurobills* constituie o provocare, dar ar putea exista anumite soluții (a se vedea anexa 7).
259. În general, limitele prevăzute de constituțiile naționale se aplică în mod similar indiferent dacă DRF/P sau schema de *eurobills* este introdusă prin modificarea tratatelor UE sau printr-un acord interguvernamental.
260. Un punct final care trebuie avut în vedere se referă la transferurile suplimentare de suveranitate către nivelul UE în privința unor aspecte bugetare și de politică economică, acestea fiind considerate de unele părți<sup>92</sup> drept cerințe politice prealabile pentru introducerea emisiunii comune de instrumente de datorie. Unele dintre acestea, de exemplu introducerea unor competențe de aprobare sau a dreptului de veto în legătură cu bugetele naționale, pot necesita modificări constituționale în majoritatea statelor membre sau chiar în toate. În funcție de caracteristicile lor conceptuale, astfel de modificări ar putea sau nu să necesite un referendum. Acest

---

<sup>89</sup> Traducerea în limba engleză a hotărârii din 7 iulie 2012 poate fi consultată la adresa: <http://www.riigikohus.ee/?id=1347>. Pentru un comentariu al acestei hotărâri, a se vedea C. Ginter, *Constitutionality of the European Stability Mechanism in Estonia: Applying Proportionality to Sovereignty*, 9 *European Constitutional Law Review* (2013), p. 335-354.

<sup>90</sup> Pentru un comentariu al declarațiilor Comitetului finlandez privind dreptul constituțional, a se vedea P. Leino & J. Salminen, *The Euro Crisis and Its Constitutional Consequences for Finland: Is There Room for National Politics in EU Decision-Making?*, 9 *European Constitutional Law Review* (2013), p. 451-479.

<sup>91</sup> A se vedea, de asemenea, hotărârea Curții Constituționale a Austriei din 16 martie 2013 referitoare la Tratatul privind MES (care însă nu are drept obiect principal autonomia bugetară a parlamentului național).

<sup>92</sup> A se vedea în special proiectul, secțiunea 3.2.1.: „Cu toate acestea, trecerea la mutualizarea în mai mare măsură a riscurilor financiare ar impune să se facă încă un pas în coordonarea politicii bugetare, prin asigurarea faptului că există un control colectiv asupra politicii bugetare naționale în anumite situații.”

lucru ar fi mai puțin probabil dacă astfel de noi puteri centralizate ar fi limitate la reacția în cazul încălcării de către statele membre a obligațiilor lor bugetare legale, fără a implica o putere de apreciere generală privind orientarea politicilor.

### **VII.3. Caracteristici conceptuale posibile ale instrumentelor juridice necesare pentru introducerea unui DRF/P sau a *eurobills***

261. În măsura în care introducerea DRF/P sau a *eurobills* ar necesita modificarea tratatelor UE, este relevantă distincția de la articolul 48 din TUE între procedura ordinară și cea simplificată de revizuire a tratatelor.
262. În cazul în care singura modificare a tratatului ar fi crearea unei excepții de la clauza *no bail-out*, care să permită garanțiile solidare, ar putea fi aplicată procedura simplificată de la articolul 48 alineatul (6) (la fel ca în cazul deciziei din 2012 a Consiliului European de modificare a articolului 136 din TFUE).
263. Dacă, în schimb, s-ar avea în vedere și crearea unei noi competențe legislative pentru UE în vederea instituirii unui DRF/P sau a *eurobills*, ar trebui urmată procedura ordinară de revizuire de la articolul 48 alineatele (2)-(5) din TUE, întrucât o astfel de revizuire ar implica o extindere a competențelor UE. Acest lucru ar fi valabil și dacă s-ar avea în vedere extinderea competențelor UE de a controla politicile bugetare naționale și/sau consolidarea coordonării politicilor economice la nivelul UE.
264. În orice caz, nu ar trebui să se acorde o importanță excesivă distincției dintre cele două proceduri. În realitate, procedura „simplificată” nu este atât de simplă față de cea ordinară. Ambele necesită unanimitate și ratificarea de către toate statele membre, iar în privința ratificării constituțiile naționale nu prevăd în general diferențe între cele două proceduri. Singura diferență semnificativă este faptul că în cadrul procedurii simplificate nu este necesar să se convoace o convenție, în timp ce aceasta este obligatorie în cadrul procedurii ordinare, cu excepția cazului în care Consiliul European, cu aprobarea Parlamentului European, decide să renunțe la aceasta având în vedere caracterul limitat al modificărilor propuse. Având în vedere importanța introducerii emisiunii comune, s-ar putea să se considere oportun, din punctul de vedere al legitimității democratice, să se convoace o convenție pentru a discuta aceste subiecte.

## **VIII. LEGITIMITATEA ȘI RESPONSABILITATEA DEMOCRATICĂ ÎN CAZUL INTRODUCERII UNUI DRF/P SAU A *EUROBILLS***

### **VIII.1. Principalele elemente ale dezbaterii**

265. La puțin timp după intrarea în vigoare a Tratatului de la Lisabona, a cărui temă centrală a fost consolidarea legitimității democratice a UE, au reapărut dezbateri intense privind cele mai bune modalități de asigurare a legitimității, în contextul crizei care a afectat zona euro și al măsurilor luate ca răspuns la aceasta.
266. Acest lucru nu este surprinzător. În urma declanșării crizei a devenit evident faptul că una dintre problemele principale consta în conceperea și implementarea necorespunzătoare a supravegherii bugetare și a coordonării politicilor economice.

S-a creat o dinamică în favoarea corectării acestor deficiențe și a consolidării cadrului de guvernare economică a UE (a se vedea capitolul II).

267. Într-o a doua etapă, experiența privind punerea în aplicare a unor noi norme și acorduri, precum și perspectivele privind aprofundarea UEM au generat discuții pentru a stabili dacă noul cadru asigură suficientă legitimitate și responsabilitate democratică, sau dacă actorii executivi și „tehnocratici” nu sunt pe cale să devină prea puternici (în special în raport cu țările care fac obiectul unui program).
268. Pe de altă parte, programele și mecanismele create pentru a ajuta țările care se confruntă cu probleme grave au generat discuții în legătură cu alte aspecte legate de legitimitate și de responsabilitate, o parte a opiniei publice din unele state membre considerând că guvernele naționale și instituțiile UE sunt pe cale de a impune angajamente financiare enorme.
269. Emisiunea comună de instrumente de datorie sub forma DRF/P sau a *eurobills* ar putea intensifica această dezbateră, din două motive. Pe de o parte, emisiunea comună ar putea să mărească riscul creării unei poveri pentru finanțele unui stat membru ca urmare a deciziilor de politică luate de alte state membre (amplierea acestui risc depinzând de caracteristicile conceptuale ale emisiunii comune). Pe de altă parte, pentru ca DRF/P sau schema de *eurobills* să fie viabilă și să se bucure de încrederea piețelor, ar fi necesar un cadru în care deciziile să fie luate pe baza unor mecanisme de guvernare eficiente și transparente.
270. Emisiunea comună ar determina în mod obligatoriu o aprofundare considerabilă a UEM, printr-o exercitare centralizată și/sau colectivă a unor competențe sporite, ceea ce ar avea un impact asupra cetățenilor în viețile lor de zi cu zi. Provocarea constă în garantarea faptului că o astfel de aprofundare a UEM nu ar afecta legitimitatea democratică.

## VIII.2. Cadrul dezbaterilor privind legitimitatea

### VIII.2.1. Observații privind conceptele utilizate

271. Conceptele „legitimare (democratică)” și „responsabilitate” sunt deseori utilizate ca sinonime. Cu toate acestea, legitimitatea este un concept mai larg, care îl include pe cel de responsabilitate. Legitimitatea presupune existența unor instituții create în conformitate cu procesele democratice și împuternicite să ia decizii care influențează bunăstarea cetățenilor. În general se face o distincție între legitimitatea proceselor (*input legitimacy*) și legitimitatea rezultatelor (*output legitimacy*). Legitimitatea proceselor se referă la factorii care consolidează caracterul participativ al procesului politic și se bazează pe participarea și reprezentarea cetățenilor în politică, în special prin intermediul alegerilor (guvernarea cetățenilor de către cetățeni). Legitimitatea rezultatelor se bazează de calitatea rezultatelor procesului politic: capacitatea autorităților publice de a rezolva problemele cetățenilor și, prin urmare, de a consolida adevăratele lor la deciziile luate și la procesul de guvernare (guvernarea pentru cetățeni)<sup>93</sup>.

---

<sup>93</sup> În legătură cu distincțiile dintre responsabilitate și legitimitate, precum și dintre legitimitatea proceselor și legitimitatea rezultatelor, a se vedea, printre altele: B. Laffan, *The Fourth Pillar of a Genuine EMU — Democratic Legitimacy and Accountability*, document de dezbateră pentru reuniunea

272. Responsabilitatea înseamnă că guvernele răspund în fața cetățenilor pentru acțiunile lor, în special prin intermediul controlului exercitat de către reprezentanții cetățenilor, cu alte cuvinte, prin controlul parlamentar. Acesta este un factor esențial al legitimității democratice, însă nu singurul. Activitatea parlamentară nu implică numai controlul democratic al executivului, ci și luarea deciziilor rezervate parlamentului, precum adoptarea legislației, votarea bugetelor sau ratificarea tratatelor, care sunt cel puțin la fel de importante.
273. Legitimitatea și responsabilitatea parlamentară sunt esențiale pentru garantarea democrației, însă există și alți factori care consolidează legitimitatea acțiunii guvernamentale: instrumente democratice directe, participarea societății civile și a partenerilor sociali, responsabilitatea acțiunii politice față de cetățeni și opinia publică datorită transparenței și a libertății și pluralismului mass-mediei, controlul judiciar corespunzător, independența anumitor organisme și agenții.

*VIII.2.2. Legitimitatea democratică actuală în UE, în special în domeniul guvernancei economice*

274. În general, modelul instituțional al UE bazat pe metoda comunitară asigură un nivel ridicat de legitimitate, cu un model unic de democrație supranațională, perfecționat de Tratatul de la Lisabona. Triunghiul instituțional format din Parlamentul European, Consiliu (vot cu majoritate calificată) și Comisie, cu sistemul său integrat de control și echilibru, generează legitimitate prin găsirea unui echilibru delicat între interesele statelor membre, ale părților interesate și ale cetățenilor. Democrația reprezentativă este garantată de Parlamentul European, care reprezintă direct cetățenii, și de guvernele care răspund în mod direct în fața parlamentelor lor pentru acțiunea lor în cadrul Consiliului. În prezent, parlamentele naționale interacționează direct cu instituțiile (prin intermediul mecanismului de control al subsidiarității, când Comisia explică pozițiile sale în materie de guvernare, etc.). Sunt aplicate cele mai avansate norme privind transparența și reglementarea inteligentă (de exemplu evaluările de impact). Un nivel ridicat de protecție judiciară este asigurat de Curtea de Justiție a Uniunii Europene, în cooperare cu instanțele naționale.
275. Însă acest model se aplică numai în limitele competenței UE. Până în prezent, acest lucru este valabil în principal pentru politicile de reglementare și nu în aceeași măsură pentru politicile redistributive, acestea din urmă (cu excepția fondurilor UE în cadrul politicii sale regionale) rămânând în mare măsură în domeniul de competență al statelor membre și al parlamentelor naționale<sup>94</sup>. În special, Parlamentul European nu are competența de a colecta impozite. „Puterea bugetară” sau „suveranitatea bugetară” - competența de a decide cu privire la nivelul de impozitare a cetățenilor și cu privire la cheltuielile publice - revine în esență

---

informală a miniștrilor afacerilor europene (2013)

<http://www.eu2013.ie/media/eupresidency/content/meetingagendasanddocs/dt/The-Fourth-Pillar-of-a-Genuine-EMU.docx>.

<sup>94</sup> M. Dawson & F. de Witte, *Constitutional Balance in the EU after the Euro-Crisis*, 76 *Modern Law Review* 5 (2013), p. 824.

parlamentelor naționale (deși suveranitatea bugetară este limitată de tratatul UE, de dispozițiile legislației secundare și de TSCG)<sup>95</sup>.

276. Indiferent de avantajele perspectivelor pe termen lung implicând o putere autonomă a UE în materie de impozitare, un buget central important și o exercitare în comun extinsă a suveranității în domeniul politicii economice la nivelul UE<sup>96</sup>, cel puțin pe termen scurt și mediu este necesar ca discuțiile privind legitimitatea democratică a dezvoltării UEM să țină seama atât de modelul instituțional al UE, care garantează legitimitatea deciziilor luate la nivel european, cât și de rolul-cheie al parlamentelor naționale ca deținători ai puterii bugetare.
277. Noua arhitectură a guvernancei economice a UE, astfel cum a fost elaborată începând din 2010, stârnește deja discuții: „nivelul european” are un rol mult mai important decât în trecut în ceea ce privește politicile redistributive (semestrul european, „pachetul de șase”, „pachetul de două”, condiționalitatea aplicabilă țărilor care fac obiectul unui program). Unele părți critică prevalența actorilor executivi și „tehnocratici” în cadrul acestei arhitecturi și consideră că acest lucru este nesatisfăcător din punctul de vedere al legitimității și responsabilității democratice<sup>97</sup>. Pe de altă parte, a fost necesar ca anumite măsuri să fie luate prin acorduri interguvernamentale (în special Tratatul privind MES și TSCG) în locul metodei comunitare, ceea ce a provocat critici legate de legitimitate și responsabilitate<sup>98</sup>.
278. Prezentul raport nu poate aprofunda această dezbatere generală aflată în curs, ci se concentrează asupra legitimității și a responsabilității în cazul unei orientări viitoare către o aprofundare a UEM prin emisiunea comună de datorii sub forma unui DRF/P sau a *eurobills*. Raportul identifică aspectele specifice ale unor astfel de scheme care ar determina noi provocări legate de asigurarea unui nivel adecvat de legitimitate democratică (a se vedea secțiunea VIII.3) și discută posibile soluții (secțiunile VIII.4 și VIII.5).

### VIII.2.3. Principii generale care orientează reflecția

279. Instituțiile UE au convenit asupra anumitor principii directoare.

---

<sup>95</sup> M. Ruffert, *The European Debt Crisis and European Union Law*, 48 *Common Market Law Review* (2011), p. 1 789-1 790.

<sup>96</sup> A se vedea Comunicarea Comisiei „Proiect pentru o uniune economică și monetară profundă și veritabilă”.

<sup>97</sup> B. Crum, *Saving the Euro at the Cost of Democracy?*, 51 *Journal of Common Market Studies* 4, p. 621-622; P. Leino & J. Salminen, *The Euro Crisis and Its Constitutional Consequences for Finland: Is There Room for National Politics in EU Decision-Making?*, 9 *European Constitutional Law Review* (2013), p. 463.

<sup>98</sup> K. Tuori, *The European Financial Crisis — Constitutional Aspects and Implication*, EUI Working Paper LAW No 2012/28, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2171824](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2171824), p. 43-47; M. Dawson & F. de Witte, *Constitutional Balance in the EU after the Euro-Crisis*, 76 *Modern Law Review* 5 (2013), p. 829. Pentru o prezentare generală, a se vedea și J.-P. Keppenne, *The Economic and Monetary Union: Constitutional and Institutional Aspects of the Economic Governance within the EU – Institutional Report* pentru FIDE 2014, în curs de apariție.

- În procesul de integrare europeană, este întotdeauna necesar să se asigure un nivel de legitimitate și responsabilitate care să corespundă gradului în care este transferată suveranitatea, cu alte cuvinte cu cât puterile transferate către nivelul central sunt mai importante, cu atât este mai necesar să se garanteze legitimitatea<sup>99</sup>.
- Asigurarea legitimității democratice în cursul aprofundării UEM nu este un aspect secundar, ci un element fundamental. O UEM durabilă nu poate exista fără acceptarea din partea cetățenilor<sup>100</sup>.
- Legitimitatea și responsabilitatea democratică trebuie asigurate „la nivelul la care deciziile sunt adoptate și puse în aplicare”<sup>101</sup>. Parlamentul European și Comisia subliniază că, atunci când deciziile în materie de guvernare economică sunt luate la nivel european, numai o adunare parlamentară europeană poate garanta o legitimitate adecvată a acestora, aceasta fiind Parlamentul European (nimeni nu dorește crearea de noi instituții concurente). Cu toate acestea, atâta timp cât suveranitatea bugetară rămâne în cea mai mare măsură la nivelul național, parlamentele naționale au un rol esențial în garantarea legitimității pentru deciziile bugetare. În plus, parlamentele naționale au un rol esențial pentru punerea în aplicare, prin politici naționale concrete în domeniul bugetar și economic, a măsurilor convenite în cadrul guvernării economice la nivelul UE.
- Orice demers care vizează aprofundarea UEM ar trebui să se bazeze pe cadrul instituțional al UE și să mențină integritatea UE în ansamblul său<sup>102</sup>, cu alte cuvinte nu trebuie să existe o separare între UEM și UE în ansamblu și nu trebuie să se creeze noi instituții concurente.

### **VIII.3. Analiza problemei: aspecte legate de introducerea unui DRF/P sau a eurobills care determină noi provocări legate de legitimitatea și responsabilitatea democratică**

280. În general, principala problemă legată de responsabilitate este faptul că emisiunea comună de instrumente de datorie ar putea - în cazul în care obiectivele nu sunt atinse - să genereze o povară considerabilă pentru finanțele unui stat membru, pentru care parlamentul statului respectiv este responsabil în fața cetățenilor săi, deși povara este rezultatul unor decizii politice luate, de-a lungul timpului, de alte state

<sup>99</sup> A se vedea proiectul, punctul 4.1, p. 38.

<sup>100</sup> Ibidem.

<sup>101</sup> A se vedea, cel mai recent, concluziile Consiliului European, 24-25 octombrie 2013, documentul Consiliului European EUCO 169/13, punctul 35 (aceeași formulare în concluziile anterioare, din decembrie 2012 și iunie 2013, documentele Consiliului European EUCO 104/2/13 și EUCO 205/12); raportul președintelui H. Van Rompuy, elaborat în strânsă colaborare cu președinții Comisiei, Eurogrupului și BCE, 5 decembrie 2012, punctul V, p. 16.

[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf);

Proiectul, punctul 4.1, p. 38. Rezoluția PE referitoare la administrarea pe mai multe niveluri, punctul 27.

<sup>102</sup> Proiect, caseta 1, p. 14; concluziile Consiliului European din 27-28 iunie 2013, documentul Consiliului European EUCO 104/2/13; raportul președintelui Van Rompuy, punctul V, p. 17; rezoluția PE referitoare la administrarea pe mai multe niveluri, punctul 6; rezoluția PE din 12 iunie 2013 referitoare la *consolidarea democrației europene în viitoarea UEM* [2013/2672(RSP)], (denumită în continuare „Rezoluția PE referitoare la consolidarea democrației europene în viitoarea UEM”), punctul 3.

membre, sub responsabilitatea altor parlamente<sup>103</sup>. Pentru a împiedica o astfel de situație, schemele de emisiune comună de instrumente de datorie implică noi competențe care trebuie să fie exercitate în mod centralizat. Pentru aceste competențe, trebuie să fie asigurată responsabilitatea la nivel central. În cazul în care ar exista numai o responsabilitate descentralizată pentru noile competențe de control privind schemele de emisiune comună de instrumente de datorie, există riscul să se considere că parlamentele potențialelor țări „creditoare” dețin puteri de codecizie cu privire la afacerile bugetare ale altor țări.

281. La o privire mai atentă, se pot distinge trei domenii în care introducerea emisiunii comune de instrumente de datorie prin intermediul unui DRF/P sau al *eurobills* ar determina noi probleme legate de asigurarea legitimității și a responsabilității.

*VIII.3.1. Deciziile de instituire a unui DRF/P sau a eurobills și aspecte privind caracteristicile conceptuale și funcționarea*

282. Deciziile necesare pentru instituirea unui DRF/P sau a *eurobills* au consecințe foarte extinse și, prin urmare, necesită un nivel ridicat de legitimitate democratică. Aceste decizii includ/Printre acestea se numără decizia efectivă de principiu de a introduce o emisiune comună de instrumente de datorie între statele membre din zona euro participante, complementul acesteia, și anume interzicerea emisiunii de titluri naționale având aceeași scadență, precum și întregul cadru juridic de bază care ar governa un DRF/P sau o schemă de *eurobills*.

283. Există mai mulți factori relevanți:

- Durata: în cazul unui DRF/P, care ar angaja statele membre pentru o perioadă de timp îndelungată, de până la 25 de ani, este necesară o bază de legitimitate deosebit de solidă. Această necesitate ar fi mai puțin stringentă în cazul *eurobills*, care ar implica numai o responsabilitate pe termen scurt, cu condiția ca schema să fie concepută ca fiind temporară, dar nu și pentru o schemă permanentă sau susceptibilă de a deveni astfel ca urmare a așteptărilor pieței.
- Dimensiunea angajamentelor financiare și structura de garantare: o răspundere solidară prezintă probleme mai mari de legitimitate pentru statele membre care vor fi probabil creditoare, a căror expunere financiară ar depinde astfel în mare măsură de deciziile luate de alte guverne. Este însă adevărat că și o răspundere *pro rata* ar determina angajamente potențiale ridicate (în cazul vărsării capitalului prevăzut în acest scop).
- Cerința de a aloca anumite venituri fiscale costurilor cu serviciul datoriei emise la nivel european pentru o perioadă considerabilă ar necesita prevederi legislative care ar putea fi adoptate numai de parlamentele naționale.
- Diferitele condiții prealabile, constrângeri și garanții legate de elementul de „pact” al ideii unui DRF/P determină, de asemenea, probleme legate de legitimitatea democratică, în special cerința ca fiecare stat membru participant să accepte „acorduri de consolidare” impunând condiții bugetare și reforme structurale pentru o perioadă îndelungată.

---

<sup>103</sup> Proiectul, punctul 4.3, p. 43. Desigur, această problemă nu este în totalitate nouă; ea există deja, într-o anumită măsură, în contextul MES.



### VIII.3.2. *Gestionarea curentă a DRF/P sau a schemei de eurobills*

284. Odată ce se instituie un DRF/P sau o schemă de *eurobills*, aceasta va trebui gestionată pe întreaga durată a ciclului său de funcționare. Acest lucru ar implica diferite competențe decizionale la nivel central, a căror importanță și intensitate ar depinde de caracteristicile conceptuale concrete ale schemei. În orice caz, pentru a asigura responsabilitatea, este necesar să se facă distincție între două categorii foarte diferite de luare a deciziilor. În primul rând, vor exista decizii legate de administrarea cotidiană a datoriei suverane. Acestea ar putea fi luate de un Birou european de administrare a datoriei, eventual ca organism independent, fără a determina preocupări legate de responsabilitate. Pe de altă parte, vor exista și competențe de luare a deciziilor politice la nivel central, cu consecințe extinse pentru statul membru sau statele membre vizate. Acestea ar putea include:

- decizii de alocare periodică a veniturilor rezultate în urma schemei, mai precis stabilirea plafoanelor anuale pentru finanțarea prin emisiune comună;
- decizii privind sancțiunile aplicabile în cazul în care un stat membru nu respectă regulile bugetare, sau privind stimulentele care recompensează respectarea acestor reguli;
- sancțiunea cea mai gravă, și anume suspendarea sau excluderea unui stat membru din schema de emisiune comună.

285. Este evident că trebuie să existe o puternică legitimitate democratică pentru luarea acestor decizii la nivelul UE.

### VIII.3.3. *Probleme de responsabilitate legate de transferarea unor competențe complementare în domeniul politicilor bugetare și economice, în vederea evitării hazardului moral*

286. Mai multe dintre modalitățile de combatere a hazardului moral menționate anterior ar putea implica o consolidare suplimentară substanțială a guvernantei economice a UE. Este vorba mai ales de controlul sporit asupra politicilor bugetare naționale (în special prin crearea unui drept european de a solicita revizuirea bugetelor naționale în funcție de angajamentele europene, deci un „drept de veto”) sau de competențe sporite de a interveni în cazul în care un stat membru nu a urmat în mod repetat recomandările formulate de UE în cadrul unei proceduri aplicabile deficitelor excesive sau a unei proceduri privind dezechilibrele macroeconomice.

287. Astfel de schimbări ar reprezenta pași importanți în direcția continuării integrării europene. Pe de altă parte, acestea ar necesita o legitimitate democratică solidă pentru exercitarea competențelor transferate.

### **VIII.4. Probleme în materie de eficiență și de responsabilitate ale modelelor bazate pe o construcție pur interguvernamentală**

288. În perspectiva introducerii unui DRF/P sau a *eurobills*, factorii de decizie europeni se confruntă cu o alegere fundamentală, și anume între metoda comunitară și o metodă interguvernamentală. Această alegere are nu numai implicații juridice, ci și un impact considerabil asupra eficienței, a legitimității și a responsabilității.

289. În principiu, astfel cum se arată mai sus, metoda comunitară ar trebui să asigure atât o legitimitate democratică adecvată pentru deciziile supranaționale, cât și procese

decizionale eficiente prin intermediul votului cu majoritate calificată (sau cu majoritate calificată inversă), garantând în același timp egalitatea între toate statele membre. Din analiza juridică reiese însă că, în absența unei modificări a tratatului, metoda comunitară nu este suficientă pentru a crea un DRF/P sau o schemă de *eurobills* (a se vedea capitolul VII); în plus, chiar dacă aceasta s-ar aplica, ar trebui să se țină seama, atât dintr-o perspectivă constituțională, cât și din perspectiva responsabilității, de faptul că parlamentele naționale, care dețin puterea bugetară, ar continua să fie responsabile.

290. Pe de altă parte, față de metoda comunitară, posibilitatea unui proces decizional *pur* interguvernamental în afara tratatelor UE ar genera probleme suplimentare semnificative. În special, o construcție pur interguvernamentală a unui DRF/P sau a *eurobills*, care ar crea puteri decizionale importante la nivel european, ar prezenta deficiențe grave din punctul de vedere al eficienței, al legitimității democratice și al responsabilității.
291. În acest caz, competențele decizionale ar putea fi conferite în mod exclusiv unui organism interguvernamental constituit din reprezentanți ai ministerelor naționale (ca în cazul Consiliului guvernatorilor MES). Nu ar putea exista practic niciun fel de implicare a Parlamentului European și niciun rol decizional al Comisiei (care ar putea desfășura numai anumite funcții în numele statelor membre). Aceasta înseamnă că ar exista două planuri decizionale instituționale care ar funcționa în paralel, s-ar afla în concurență și ar putea genera confuzie și reducerea eficienței, față de un model care ar utiliza instituțiile Uniunii pentru toate deciziile de guvernare economică (fără a menționa problemele juridice care ar apărea în cazul în care planul decizional interguvernamental ar prevala asupra deciziilor luate la nivel european<sup>104</sup>).
292. În plus, în cadrul unui astfel de model pur interguvernamental, responsabilitatea pentru deciziile luate la nivel central ar putea fi asigurată numai de către parlamentele naționale, prin examinarea acțiunilor guvernelor lor în cadrul unui consiliu interguvernamental.
293. Aceasta nu ar fi o modalitate suficientă de a asigura responsabilitatea: din motive ușor de înțeles, parlamentele naționale acționează în principiu în funcție de interesele naționale, nu de interesele cetățenilor din celălalt capăt al Europei care sunt, de asemenea, afectați de o anumită problemă. De asemenea, pentru acestea ar fi o provocare enormă ca, pe lângă funcțiile lor naționale intrinsece, să urmărească și să analizeze în mod adecvat negocierile financiare de la nivel european, care sunt deosebit de complexe și evoluează rapid. În plus, din perspectiva teoriei democratice ar putea părea problematic să se considere că, în urma emisiunii comune, parlamentul unei țări ar lua cu regularitate decizii privind afacerile bugetare ale altei țări<sup>105</sup>.

---

<sup>104</sup> A se vedea capitolul VII.1.3.5.

<sup>105</sup> Spre deosebire de programele MES, în cadrul cărora o țară care se confruntă cu dificultăți financiare excepționale solicită asistență financiară pentru a-și redobândi suveranitatea bugetară și în schimb acceptă să respecte anumite condiții stabilite împreună cu creditorii, acestea fiind puse în aplicare prin măsuri decise și legitimate numai de parlamentul său național.

294. În plus, un model pur interguvernamental ar genera o dilemă între legitimitate/responsabilitate pe de o parte și eficiență pe de altă parte: responsabilitatea pentru deciziile centrale ar putea fi asumată cu adevărat de parlamentele naționale față de cetățenii din țările lor numai dacă s-ar aplica regula unanimității. Însă această regulă creează riscul unui blocaj care ar putea fi problematic, în special în contextul schemelor de emisiune comună, care necesită procese decizionale asigurate în mod continuu și eficiente. Pe de altă parte, votul cu majoritate calificată într-un context interguvernamental înseamnă că unele state membre ar putea fi puse în minoritate, fără intervenția unui parlament supranațional și fără sistemul de control și echilibru al metodei comunitare. Această problemă este agravată în cazul votului cu majoritate calificată *asimetrică*, precum cel aplicat în contextul MES, și anume o majoritate de 85 %, care conferă, în practică, unor state membre mari un drept de veto pe care alte state nu îl au<sup>106</sup>. În cadrul MES, această regulă se aplică doar în mod excepțional, în cazuri urgente<sup>107</sup>, și este improbabil ca statele membre mai mici să accepte cu ușurință extinderea sa la deciziile luate cu regularitate în cadrul unei scheme de emisiune comună. Forma clasică a votului cu majoritate calificată din cadrul metodei comunitare, integrată într-un sistem mai amplu de control și echilibru, ar constitui un răspuns mai eficient la această problemă, asigurând în același timp eficiența și legitimitatea.
295. În fine, într-un context pur interguvernamental, protecția judiciară oferită de Curtea de Justiție Europeană și puterea de executare a acesteia sunt limitate și există mai puțină transparență decât în cadrul sistemului instituțional al UE.
296. În concluzie, o serie de factori susțin în mod clar soluțiile bazate pe metoda comunitară și pe arhitectura instituțională a UE, fie adaptată printr-o modificare a tratatului, fie în temeiul actualelor tratate (explorând o combinație între o decizie în temeiul articolului 352 din TFUE și un acord interguvernamental), și nu ideea unei construcții pur interguvernamentale. O astfel de abordare ar oferi o bază mai solidă pentru a răspunde provocărilor privind asigurarea responsabilității determinate de emisiunea comună, sau cel puțin ar evita generarea unor preocupări suplimentare în această privință.

### **VIII.5. Modele posibile de asigurare a răspunderii democratice în cazul instituirii unui DRF/P sau a eurobills**

#### *VIII.5.1. Provocarea: asigurarea legitimității parlamentare atât la nivel european, cât și la nivel național, fără a amesteca aceste două niveluri*

297. Din cele de mai sus rezultă clar că nu se poate atinge un nivel adecvat de legitimitate a unei scheme de emisiune comună de instrumente de datorie decât dacă se vor asigura o legitimitate și o responsabilitate *parlamentare* solide, iar acestea nu

<sup>106</sup> C. Ginter & R. Narits, *The Perspective of a Small Member State to the Democratic Deficiency of the ESM*, 38 *Review of Central and East European Law* (2013), p. 65; M. Dawson & F. de Witte, *Constitutional Balance in the EU after the Euro-Crisis*, 76 *5* (2013), p. 838.

<sup>107</sup> Procedura de urgență de la articolul 4 alineatul (4) din Tratatul privind MES, care prevede luarea de decizii printr-o majoritate de 85 %, este aplicabilă numai în cazul în care atât Comisia, cât și BCE concluzionează că neadoptarea urgentă a unei decizii de acordare sau punere în aplicare a asistenței financiare ar amenința stabilitatea economică și financiară a zonei euro.

pot fi garantate în mod durabil nici exclusiv la nivel european (de către Parlamentul European), nici exclusiv de către parlamentele naționale.

298. Prin urmare, ar trebui găsite modele pentru a asigura responsabilitatea la ambele niveluri: pe de o parte, responsabilitatea asigurată de Parlamentul European pentru deciziile luate la nivel european prin utilizarea metodei comunitare (posibil reformată), pe de altă parte, un rol-cheie pentru parlamentele naționale, reflectând puterea bugetară pe care acestea continuă să o aibă<sup>108</sup>.
299. Cooperarea interparlamentară, prin reuniuni periodice între membrii Parlamentului European și membrii parlamentelor naționale<sup>109</sup>, este importantă, întrucât contribuie la crearea unei înțelegeri comune, precum și la asumarea în comun a responsabilității pentru UEM. Aceasta nu este însă suficientă pentru a oferi prin ea însăși soluția la problemele de legitimitate ridicate. Nu există o competență de a vota în cadrul reuniunilor interparlamentare. Pentru a garanta legitimitatea democratică a unor decizii cu consecințe atât de extinse, este necesară o adunare parlamentară care să poată vota: Parlamentul European pentru deciziile luate la nivel european și parlamentele naționale pentru deciziile naționale și aspectele care țin de responsabilitatea bugetară națională.
300. Prin urmare, provocarea este aceea de a elabora modele care să asigure legitimitatea prin controlul parlamentar la ambele niveluri, menținând în același timp separarea acestora.

#### *VIII.5.2. Garantarea legitimității prin modificarea tratatelor UE*

301. Modificarea tratatelor UE necesită ratificarea în conformitate cu dispozițiile constituționale ale statelor membre, care prevăd proceduri de aprobare de către parlament și (în unele cazuri) referendumuri. Aceasta poate genera dezbateri publice intense în statele membre și în toată Europa. Prin urmare, dacă se va angaja un proces de modificare a tratatelor UE (astfel cum au fost identificate în prezentul raport), un astfel de proces ar garanta prin el însuși o legitimitate solidă a unui viitor DRF/P sau a unei viitoare scheme de *eurobills*.

#### *VIII.5.3. Un posibil model pentru garantarea legitimității unui DRF/P*

302. Un DRF/P ar presupune un „mare pact”, implicând angajamente financiare considerabile din partea statelor membre participante, stabilite în prealabil pentru o perioadă îndelungată și aplicabile aproape automat, precum și obligații extinse pentru politicile lor bugetare și economice și puteri corespunzătoare de control și executare la nivel central.
303. În acest scop pare a fi necesar - ca prim element de asigurare a legitimității - un instrument juridic cuprinzător care să stipuleze toate aceste obligații cu un nivel suficient de precizie și care să facă obiectul ratificării de către parlamentele naționale, în conformitate cu cerințele lor constituționale. Acest instrument ar putea fi creat fie printr-un tratat internațional separat, fie, în cazul unui DRF/P instituit în

---

<sup>108</sup> În legătură cu această abordare, a se vedea proiectul, secțiunea 4.

<sup>109</sup> A se vedea protocolul nr. 1 la tratatele UE; în prezent pus în aplicare o dată pe an în cadrul „săptămânii parlamentare” privind semestrul european.

temeiul dreptului UE, prevăzând, în tratatele UE, un act al Consiliului, adoptat în unanimitate de statele membre din zona euro, cu aprobarea Parlamentului European, care să intre în vigoare după ratificarea de către toate parlamentele statelor membre respective.

304. Un al doilea element de asigurare a legitimității ar consta în implementarea și gestionarea DRF/P la nivel european, pe perioada de existență a acestuia. Aceste funcții de implementare ar trebui încredințate Comisiei, care să răspundă în fața Parlamentului European; eventual, cele mai importante decizii ar putea fi încredințate Consiliului, care să voteze cu majoritate calificată sau cu majoritate calificată inversă (la vot participând numai statele membre care fac parte din DRF/P), la propunerea Comisiei. Acest al doilea element presupune, bineînțeles, un temei juridic la nivelul UE pentru ca DRF/P să poată fi creat prin modificarea tratatelor. În cazul în care s-ar opta pentru o abordare pur interguvernamentală, printr-un tratat separat, nu pare a exista o soluție simplă pentru a asigura legitimitatea unor decizii de punere în aplicare la nivel european care ar avea un impact extins și pentru a evita o eficiență scăzută ca urmare a existenței a două planuri decizionale paralele.
305. Ar trebui să existe un al treilea element, aplicabil „acordurilor de consolidare” care impun condiții bugetare și reforme structurale stabilite în prealabil pentru o perioadă de timp îndelungată. Aceste acorduri ar trebui să fie negociate între guvernul național în cauză (cu un mandat din partea parlamentului său) și Comisie (responsabilă în fața Parlamentului European) și, înainte de încheierea lor, ar trebui să fie aprobate de parlamentul lor național și de Consiliu.

#### *VIII.5.4. Un posibil model pentru garantarea legitimității unei scheme de eurobills*

306. Pentru *eurobills*, problema legitimității se pune în termeni oarecum diferiți: pe de o parte, o astfel de schemă ar implica numai angajamente financiare pe termen scurt (și, probabil, cu o valoare totală mai modestă) pentru statele membre care participă la emisiunea comună; pe de altă parte, chiar dacă inițial ar fi temporară, schema ar putea deschide calea către o mutualizare a datoriilor care, deși parțială, să aibă un caracter permanent (spre deosebire de un DRF/P, care ar fi în mod explicit temporar, dar ar acoperi o perioadă de timp foarte îndelungată).
307. Prin urmare, unul dintre elementele de asigurare a legitimității ar putea fi natura temporară sau reversibilă a schemei: aceasta ar putea fi introdusă mai întâi printr-un act juridic valabil pentru o perioadă limitată (de exemplu cinci ani), urmând să dispară dacă nu este reînnoită prin proceduri democratice adecvate. În cazul în care nu s-ar avea în vedere modificarea tratatelor UE în viitorul apropiat, s-ar putea utiliza posibilitatea de a combina un act în temeiul articolului 352 cu un acord interguvernamental, ambele limitate în timp, a căror reînnoire ar putea avea loc în cadrul unei modificări a tratatelor. Pe de altă parte, ar trebui să se țină cont de faptul că, pe termen mai lung, majoritatea beneficiilor pentru care au fost concepute *eurobills* ar putea fi obținute doar dacă schema ar fi instituită în mod permanent (a se vedea capitolul V de mai sus).
308. Un alt element posibil ar fi crearea unei scheme permanente care să facă periodic obiectul votului de aprobare în cadrul parlamentelor naționale, fie în toate statele membre, fie numai în cele în care constituția cere acest lucru. De exemplu, o

schemă de *eurobills* permanentă ar putea implica o decizie periodică (de exemplu o dată la cinci ani) stabilind cadrul financiar al emisiunii comune printr-un act unanim al Consiliului (numai statele membre din zona euro), care să facă obiectul ratificării de către statele membre, într-un mod similar cu decizia privind resursele proprii. Ar trebui continuate analizele pentru a cerceta dacă în temeiul constituțiilor naționale ar putea fi necesară, în plus, o decizie anuală prin care parlamentul național să autorizeze obligațiile asumate de un stat membru în cadrul unei scheme de *eurobills*. Deși ar constitui o garanție suplimentară a responsabilității, un astfel de sistem de decizii anuale ar putea reduce eficiența procesului decizional din cadrul schemei. Prin urmare, o astfel de schemă ar implica un cadru financiar multianual stabilit în prealabil prin legislație (de exemplu pentru cinci ani), care să asigure stabilitatea și previzibilitatea.

309. Funcțiile de punere în aplicare și de gestionare ar trebui să fie conferite Comisiei, responsabilă în fața Parlamentului European. De asemenea, cele mai importante decizii ar putea fi încredințate Consiliului - prin vot cu majoritate calificată sau cu majoritate calificată inversă, sau chiar organului legislativ al UE (PE împreună cu Consiliul), în ceea ce privește un drept de veto bugetar<sup>110</sup> - la propunerea Comisiei.
310. În fine, în măsura în care o schemă de *eurobills* ar fi combinată cu angajamente contractuale obligatorii în vederea limitării hazardului moral, aceste angajamente ar trebui negociate între guvernul național în cauză (cu un mandat din partea parlamentului său) și Comisie (responsabilă în fața Parlamentului European) și, înainte de a fi încheiate, ar trebui aprobate de parlamentul național și de Consiliu.

#### *VIII.5.5. Adaptări instituționale menite să optimizeze legitimitatea democratică la nivel european*

311. Ca ultimă chestiune, fără a intra în detalii, se reamintesc diferitele măsuri prezentate în proiect, precum și în rezoluția Parlamentului European din 20 noiembrie 2012<sup>111</sup> care ar optimiza legitimitatea și responsabilitatea democratică la nivel european ale deciziilor din domeniul UEM; unele dintre acestea sunt măsuri practice care ar putea fi puse în aplicare cu ușurință, în timp ce altele ar putea necesita o modificare a tratatelor. Prima categorie de măsuri cuprinde:
- participarea Parlamentului European la semestrul european și consolidarea cooperării interparlamentare;
  - consolidarea principiului „conformare sau justificare” (publică) în cazurile în care Consiliul modifică propunerile Comisiei din domeniul supravegherii economice;
  - înființarea unui (sub)comitet special al Parlamentului European pentru problematica euro, responsabil pentru controlul și procesul decizional care privesc în special zona euro.
312. Deși o mare parte din aspectele prezentate mai sus aparțin mai mult unei dezbateri generale privind viitorul instituțional al UE, ele au, de asemenea, legătură cu

<sup>110</sup> A se vedea proiectul, secțiunea 4.3, p. 38.

<sup>111</sup> Rezoluția Parlamentului European din 20 noiembrie 2012 referitoare la raportul „Către o veritabilă uniune economică și monetară” [2012/2151(INI)].

prezentul raport. Ideea unui comitet sau subcomitet special al Parlamentului European ar putea răspunde afirmațiilor că Parlamentul European nu poate, din cauza compoziției sale, să legitimizeze cu adevărat deciziile importante care privesc numai zona euro<sup>112</sup>. Cadrul legal actual permite înființarea unui astfel de (sub)comitet privind euro. O modificare a tratatului ar fi necesară doar în cazul în care s-ar dori să se restrângă în mod expres compoziția acestuia la deputații din Parlamentul European care au fost aleși în țările din zona euro, sau în cazul acordării unor competențe decizionale speciale, care să le depășească pe cele ale altor comitete ale Parlamentului European, și anume un rol mai important în pregătirea actelor parlamentare sau chiar posibilitatea de a adopta anumite acte în locul plenei. Modificarea tratatului ar putea fi, de asemenea, necesară pentru o consolidare suplimentară a poziției vicepreședintelui Comisiei responsabil pentru moneda euro, precum și pentru crearea unei „relații speciale de încredere și control” între acesta și „comitetul privind euro” al Parlamentului European.

---

<sup>112</sup> Cu privire la acest aspect, a se vedea, de exemplu, K. Tuori, loc. cit., p. 46 (conceptul de „asimetrie democratică”); a se vedea, de asemenea, Consiliul francez de analiză economică, *Completing the Euro*, aprilie 2013, p. 7.

## IX. CONCLUZII

### Contextul mai larg al discuției privind emisiunea comună de instrumente de datorie

1. Schemele de emisiune comună de instrumente de datorie, precum fondul și pactul de rambursare a datoriei (DRF/P) și *eurobills* (titluri pe termen scurt), au fost propuse în 2011 și în 2012 în principal ca instrumente menite să refacă stabilitatea în zona euro, să reducă îndatorarea excesivă (*debt overhang*) și să stabilizeze piețele datoriei publice. Schemele au diferite calendare și componente, variind de la termen scurt până la termen mediu și lung. Deși ar putea fi concepute în diferite modalități fără a determina, ca atare, deciziile privind gradul de integrare politică din cadrul UEM pe termen lung, introducerea schemelor respective ar avea, totuși, implicații pe termen lung: DRF/P a fost conceput ca un mecanism temporar care să contracareze datoriile publice excesive, reprezentând, prin urmare, o punte bugetară menită să conducă la un regim „*no bail-out*” credibil și la o convergență susținută. *Eurobills* au fost concepute ca modalități de a contribui la stabilizarea piețelor datoriei publice în perioadele tensionate și de a pune la dispoziție un activ lichid și sigur, care ar putea favoriza și mai mult integrarea financiară și care ar avea, astfel, mai multe șanse de a deveni un mecanism permanent de emisiune comună.
2. Ar urma ca factorii de decizie să analizeze, pe baza unei evaluări a DRF/P și a *eurobills* efectuate în prezentul raport pentru fiecare instrument în parte, influența potențială a unor astfel de scheme asupra orientării generale, pe termen lung, a UEM. În plus, în cadrul unei dezbateri de politică mai largi ar trebui să se țină cont în mod corespunzător de alte decizii și idei viitoare având obiective similare cu cele două scheme de emisiune comună analizate în prezentul raport. Evaluarea celorlalte direcții de politică nu a intrat în atribuțiile acestui grup de experți. Factorii de decizie vor trebui să realizeze o evaluare globală a tuturor politicilor, analizând meritele și riscurile comparative ale acestora și luând decizii privind prioritățile și succesiunea cronologică.
3. Îndatorarea excesivă actuală este o problemă crucială moștenită din trecut. Parțial acumulată în urma unor politici bugetare și economice imprudente încă înainte de criza financiară din 2008, îndatorarea s-a amplificat în urma acesteia. Cu toate că emisiunea comună poate aduce o contribuție importantă la reducerea îndatorării excesive, în special în cazul țărilor foarte îndatorate, aceasta nu se poate substitui efortului de neînlocuit pe care țările respective trebuie să îl facă pentru a-și reduce datoriile. Acest efort trebuie să se traducă printr-o disciplină bugetară strictă - și anume prin producerea excedentelor primare necesare pentru reducerea datoriei - și prin favorizarea potențialului de creștere al economiilor lor, astfel încât povara ajustării financiare să fie diminuată.
4. Eliminarea sau reducerea substanțială a îndatorării excesive este importantă pentru a crea condițiile necesare pentru un regim „*no bail-out*” credibil, pentru a restabili convergența nominală necesară pentru buna funcționare a politicii monetare, pentru a reduce nevoia de asistență financiară prin intermediul MES și, în cele din urmă, pentru a asigura funcționarea normală a uniunii monetare conform conceptului inițial și ar fi, deci, în interesul general al tuturor participanților la UEM.



## **Posibile obiective ale schemelor de emisiune comună de instrumente de datorie**

5. Cele două scheme analizate în prezentul raport au fost concepute pentru obiective primare foarte diferite, și fiecare ar putea servi și unor obiective secundare:
6. DRF/P a fost conceput cu obiectivul primar de a restabili sustenabilitatea finanțelor publice prin reducerea datoriei publice care depășește pragul de 60 % din PIB prevăzut în PSC, cu alte cuvinte, pentru a contracara îndatorarea publică excesivă din zona euro. Acesta urmărește, astfel, să constituie pe parcursul funcționării sale o punte bugetară către o convergență reînnoită, de durată, și către un regim „*no bail-out*” credibil în zona euro. Conform propunerii inițiale, acest lucru ar presupune și norme de restructurare a datoriilor, odată ce îndatorarea excesivă a fost soluționată. DRF/P ar urmări, în același timp, să stabilizeze piețele datoriei publice prin eliminarea riscului de reînnoire pe durata etapei inițiale și să creeze un activ lichid și sigur. Pe parcursul funcționării sale, DRF/P ar sprijini transmiterea politicii monetare. Mai mult, prin contracararea problemelor legate de datoriile moștenite, ar contribui la integrarea și mai mare a pieței pe termen lung.
7. Ideea de *eurobills* a fost înaintată cu obiectivele primare de a stabiliza piețele datoriei publice, prin reducerea riscului de reînnoire al statelor membre, și de a favoriza integrarea piețelor financiare prin crearea unui activ sigur și lichid. Un astfel de activ ar contribui și la inversarea tendinței către fragmentarea pieței și ar sprijini transmiterea politicii monetare.
8. Introducerea oricărei scheme de emisiune comună ar putea reprezenta doar un pas care să contribuie la integrarea pieței financiare, printre alți pași care ar putea fi necesari, inclusiv cei care vizează consolidarea structurală a sectorului bancar al Europei. Ar trebui menționat și faptul că niciun activ nu este complet lipsit de riscuri. Crearea unui titlu de stat emis în comun care va fi perceput ca un activ sigur pentru investitori va presupune, astfel, anumite riscuri reziduale pentru guvernele care participă la emisiunea comună.

## **Evaluarea DRF/P: concept, avantaje, riscuri**

9. Ideea DRF/P, astfel cum a fost dezvoltată de Consiliul german al experților economici, implică un fond care presupune mutualizarea datoriilor (datorie comună nerambursată în valoare maximă de 1,7-2,85 bilioane EUR) și un „mare pact” cuprinzând un ansamblu de condiții și constrângeri impuse statelor membre participante pentru a face viabilă răspunderea solidară.
10. DRF/P implică un transfer semnificativ de suveranitate pe durata funcționării sale (și anume 10-25 de ani, în funcție de schemă), în principal prin acorduri de consolidare obligatorii și prerogative de control asociate. Acesta presupune și favorizează un angajament reciproc ferm din partea statelor membre participante pe o perioadă de timp îndelungată. Un angajament atât de puternic ar avea ca

rezultat reducerea nevoilor de asistență financiară prin intermediul MES și de măsuri neconvenționale de politică monetară, fapt care este în interesul tuturor statelor membre, ar deschide drumul către un regim „no bail-out” credibil, ar asigura o politică monetară eficientă și ar sprijini funcționarea normală, în bune condiții, a UEM.

11. Un DRF/P, dacă s-ar baza pe răspundere solidară (care impune modificarea tratatului, a se vedea mai jos) și presupunând că ar funcționa conform planului, ar putea contribui semnificativ la contracararea problemei datoriilor moștenite în zona euro, prin reducerea îndatorării excesive. Cheltuielile generale cu serviciul datoriei ale țărilor foarte îndatorate ar fi reduse printr-o combinație între elementul de asigurare al datoriei mutualizate și credibilitatea suplimentară a consolidării bugetare oferite de „pact”. Mai mult, DRF/P ar îmbunătăți condițiile de acces pe piață pentru aceste țări.
12. Un DRF/P bazat pe o structură de garantare *pro rata* ar oferi economii mai mici la cheltuielile cu dobânda pentru țările cu datorii mai mari decât un fond susținut prin răspundere solidară, întrucât calitatea creditului fondului ar fi mai redusă și ar depinde mai mult de schimbările apărute la nivelul calității creditului statelor membre participante. Prin urmare, s-ar putea ca un fond pe bază *pro rata* să nu realizeze ceea ce este necesar pentru a asigura funcționarea unui DRF/P de mare anvergură, care să acopere toate datoriile care depășesc 60 % din PIB.
13. Pentru a face posibilă răspunderea solidară pentru țările cu rating ridicat, propunerea inițială sugera constituirea de garanții reale pentru a garanta serviciul datoriei pentru o sumă de până la 20% din datoria transferată. Totuși, această variantă s-ar confrunța cu obstacole juridice și economice. Într-o schemă *pro rata*, garanțiile reale menționate ar trebui, deci, să fie înlocuite prin capital vărsat suplimentar. Ar putea fi luată în considerare și alocarea unor venituri din impozite pentru serviciul datoriei, însă și această variantă poate ridica probleme juridice (egalitate de tratament, probleme constituționale), iar marja de alocare într-un anumit scop a veniturilor din impozite pare modestă în cazul anumitor state membre.
14. Meritele potențiale ale unui DRF/P sunt asociate cu riscuri macroeconomice și financiare (cu privire la riscurile de hazard moral, a se vedea punctele 24-29), cum ar fi o creștere probabilă a costurilor de finanțare pentru țările cu o calitate a creditului ridicată. Principala provocare ar consta în respectarea normelor stabilite în prealabil pe o perioadă de timp îndelungată, lucru care s-ar putea dovedi nesustenabil.
15. O altă opțiune, în cazul unei structuri de garantare *pro rata*, ar putea fi un DRF mai restrâns, cu o componentă diferită, constituit prin transferarea de către fiecare stat membru participant a unei cote egale din datorie (de exemplu, 20 % din PIB) către fond. O astfel de schemă ar putea reduce vulnerabilitatea anumitor state membre, prin diminuarea gradului lor de îndatorare excesivă, deși într-o măsură mai mică decât pe baza propunerii inițiale. Dacă fiind componenta sa, schema ar pune la dispoziție, pe durata funcționării sale, un activ util pentru punerea în aplicare a politicii monetare și crearea de lichidități pe piață. Schema ar putea avea o durată de funcționare mai scurtă (de exemplu, de 10 ani) decât cea prevăzută în propunerea inițială. Aceasta ar putea atenua și unele riscuri de hazard

moral inerente în cadrul schemei. Dezavantajul acestei alternative ar fi că la sfârșitul regimului, nivelurile datoriei ar rămâne diferite, iar unele state membre ar continua să aibă datorii excesive considerabile.

### **Evaluarea eurobills: concept, avantaje, riscuri**

16. *Eurobills* ar reprezenta emisiunea comună de instrumente de datorie publică pe termen scurt de către statele membre din zona euro. *Eurobills* ar putea fi garantate printr-o garanție solidară sau *pro rata*. Dimensiunea maximă a emisiunilor de *eurobills* ar urma să fie stabilită în prealabil, sub forma unei limite de emisiune. Scadențele *eurobills* ar putea fi de până la doi ani [având ca rezultat o valoare aproximativă a unei emisiuni comune de 0,8 bilioane EUR și o dimensiune maximă de 1,9 bilioane EUR (cu o limită maximă de emisiune de 30 % din datoria totală/țară)] sau de până la un an [având ca rezultat o valoare aproximativă a unei emisiuni comune de 0,5 bilioane EUR și o valoare maximă de 0,9 bilioane EUR (cu o limită maximă de emisiune de 10 % din PIB/țară)].
17. *Eurobills* ar putea contribui la promovarea integrării financiare și a stabilității financiare. În măsura în care creează un instrument sigur și lichid, *eurobills* ar putea constitui un pas către diversificarea titlurilor de datorie suverană în bilanțurile băncilor și ar reduce, astfel, spirala de reacție dintre bănci și entitățile suverane. Fragmentarea pieței ar putea fi, de asemenea, redusă, iar transmiterea politicii monetare ar putea fi facilitată; cu toate acestea, integrarea financiară sustenabilă presupune reforme structurale ale economiei reale și ale sectorului financiar. Unii Experti se îndoiesc că aceste efecte benefice pot fi obținute prin emisiunea de *eurobills*.
18. În măsura în care limitele de emisiune nu sunt atinse, *eurobills* ar putea diminua riscul de reînnoire, în special în cazul unor schimbări bruște la nivelul percepției piețelor, contribuind la stabilizarea piețelor datoriei publice. Doar un fond de *eurobills* de dimensiuni mari este susceptibil de a asigura obținerea integrală a acestui beneficiu. În perioadele normale, când spreadurile datoriei pe termen scurt sunt mici, efectul asupra costurilor de finanțare ale statelor membre ar fi, probabil, limitat și ar depinde de dimensiunea emisiunii și de prima de lichiditate.
19. Măsura în care aceste obiective sunt atinse depinde de variantele conceptuale, care nu au numai dimensiuni legale, ci reflectă și compromisurile legate de partajarea riscurilor financiare și de limitarea hazardului moral.
20. Multe dintre obiectivele *eurobills* ar fi atinse cel mai bine printr-o schemă bazată pe răspunderea solidară (care ar necesita modificarea tratatului) și cu scadențe de până la doi ani. O schemă care acoperă numai scadențe de până la un an, corespunzător definiției tradiționale a bonurilor de trezorerie, ar putea totuși să atingă obiectivul de a promova integrarea financiară, deși la o scară mai mică.
21. În cazul *eurobills* cu o garanție *pro rata*, anumite avantaje, precum crearea unei piețe de mari dimensiuni a bonurilor de trezorerie, ar rămâne intacte, pe când efectele de reducere a costului de finanțare ar fi foarte scăzute în perioadele normale și semnificative doar în perioadele de tensiuni pe piață. Recurgerea la

măsuri de îmbunătățire a calității creditului (constituirea de garanții reale, alocarea veniturilor din impozite) pare dificilă, având în vedere obstacolele juridice și economice.

22. Instituirea unei scheme de *eurobills* numai în mod temporar, urmând ca dacă aceasta nu este reînnoită să dispară, cu titlu de „model-pilot”, reprezintă o opțiune care ar putea oferi anumite avantaje. Cu toate acestea, există un anumit grad de incertitudine în ceea ce privește acceptarea de către piață a unei scheme temporare și, în special, în ceea ce privește credibilitatea reală și lipsa riscurilor de stabilitate ale opțiunii de eliminare a schemei. În orice caz, majoritatea beneficiilor pentru care au fost concepute *eurobills* ar putea fi obținute doar dacă schema ar fi instituită în mod permanent (sub rezerva voturilor periodice în parlamentele naționale cu privire la obligațiile concrete asumate, a se vedea punctul 35 de mai jos).
23. Riscurile economice și financiare (cu privire la riscurile de hazard moral, a se vedea punctele 24-29 de mai jos) asociate unei scheme de *eurobills* ar putea rezulta dintr-o schemă temporară de bonuri de trezorerie europene, care ar putea genera probleme legate de primirea pe piață a acestora și de randamentele volatile. Riscuri similare ar putea apărea dacă un fond de *eurobills* ar decide să oprească emisiunea de la un an la altul sau să excludă din schemă un stat membru care nu se conformează obligațiilor. Mai mult, *eurobills* ar putea prezenta riscul de a recurge excesiv la îndatorare pe termen scurt în perioadele de volatilitate a pieței. Acest risc ar trebui să fie restrâns prin limite legale clare și stricte, stabilite în prealabil.

#### **Riscurile de hazard moral și modalitățile de combatere a acestora**

24. În cadrul discuțiilor despre emisiunea comună, se consideră că „hazardul moral” se referă, în linii mari, la situațiile în care o entitate ia deciziile cu privire la nivelul riscurilor care urmează să fie asumate, în timp ce o altă entitate suportă costurile în cazul concretizării riscurilor. Schemele de emisiune comună a instrumentelor de datorie pot crea hazard moral, înțeles în acest sens. Riscurile de hazard moral ale acestor scheme ar putea fi substanțiale, potențialul exact depinzând de diverși factori, în special de structura garanției, de volumul emisiunii comune în raport cu datoria rămasă la nivel național, de factorul timp (cu alte cuvinte, de durata de funcționare a schemei și de scadențele instrumentelor) și de constrângerile politice impuse guvernelor.
25. Având în vedere caracteristicile sale conceptuale, un DRF/P prezintă riscuri de hazard moral în etapa inițială (în care statele membre s-ar refinanța numai pe termen scurt pe piețe) și în etapa de rambursare (în care statele membre neconforme nu ar mai putea fi excluse din schemă și ar avea, deci, puterea de a exercita presiuni asupra statelor creditoare). Prin urmare, elementul de „pact” al ideii de DRF/P include un ansamblu de condiții, constrângeri și garanții care să asigure rambursarea și să facă schema viabilă pentru statele membre cu ratinguri ridicate. În mod concret, un sistem transparent, eventual cvasiautomat de majorări treptate ale dobânzii ar putea funcționa ca o recompensă pentru politicile eficace sau ca o sancțiune pentru politicile neconforme.

26. Compromisul dintre reducerea datoriei și hazardul moral diferă în funcție de variantele conceptuale ale unui DRF/P: Un fond pentru rambursarea datoriilor care depășesc 60 % din PIB pe baza răspunderii solidare - permițând economii semnificative la nivelul costurilor de finanțare a datoriei pentru unele state membre - este asociat unui risc de hazard moral mai ridicat decât un fond *pro rata* de dimensiuni mai mici, cu o durată de funcționare mai scurtă, dar care oferă economii de costuri mai limitate.
27. Potențialul hazard moral al *eurobills* depinde și de variantele conceptuale. Un fond de *eurobills* de dimensiuni mici (cu alte cuvinte, care acoperă doar scadențe de până la un an), bazat pe o structură de garantare *pro rata* și pe limite legale stricte care interzic recurgerea excesivă la finanțare pe termen scurt, ar putea cauza mai puține preocupări decât un fond mai substanțial, în special dacă acesta s-ar baza pe răspunderea solidară sau ar fi combinat cu o funcție de prevenire a crizelor. În general, o chestiune-cheie pentru evaluarea riscurilor de hazard moral ale unei scheme de *eurobills* este dacă, odată introdusă, chiar în mod temporar și la scară mică, aceasta ar genera așteptări politice și economice și presiuni pentru ca schema să devină permanentă și să fie extinsă la scadențe mai mari, sau dacă această posibilitate ar putea fi exclusă în mod credibil de la început. Mai există și problema credibilității unei sancțiuni care constă în excluderea unui stat membru neconform.
28. Mecanisme solide de limitare a hazardului moral ar trebui incluse în orice schemă de emisiune comună. Acestea ar putea cuprinde condiții prealabile (o perioadă de probă sau restrângerea eligibilității pentru participare), competențe consolidate ale nivelului european asupra politicilor bugetare și economice ale statelor membre în caz de neconformitate, stimulente și sancțiuni financiare (de exemplu, majorări) și asigurarea impunerii în continuare a disciplinei de piață. În opinia anumitor Experți, ar trebui ca pe termen lung să existe un mecanism de restructurare a datoriei suverane, care fie să înlocuiască, fie să completeze guvernanta consolidată. Această opinie este contestată de alți Experți, care s-ar baza pe transferuri suplimentare ale prerogativelor bugetare către nivelul european în cazul neconformării repetate a unui stat membru (ceea ce ar necesita modificarea tratatului).
29. Având în vedere experiența încă foarte restrânsă cu cadrul de guvernanta economică reformat al UE, s-ar putea considera că este prudent să se colecteze, mai întâi, dovezi cu privire la eficiența acestei guvernante și, dacă este cazul, să se consolideze și mai mult acest cadru de guvernanta, înainte de a lua orice decizie cu privire la introducerea emisiunii comune.

### **Cerințele și limitele legale pentru introducerea unui DRF și/sau a eurobills**

30. Deși tratatele actuale ale UE nu permit schemele de emisiune comună a instrumentelor de datorie care au la bază răspunderea solidară a statelor membre, acestea ar putea permite structurile de garantare bazate pe angajamente *pro rata* și, în special, pe o structură de capital similară celei a MES.

31. Actualele tratate ale UE nu acordă suficiente competențe UE pentru a putea înființa un DRF/P sau o schemă de *eurobills* (chiar dacă ar avea o bază *pro rata*) prin intermediul legislației UE. Cel mult, în absența unei modificări a tratatului, s-ar putea aduce argumentul că este posibilă înființarea unei scheme temporare de *eurobills* printr-o combinație între un regulament adoptat în temeiul articolului 352 (în regim de cooperare consolidată) și un acord interguvernamental. O astfel de construcție s-ar justifica mai puțin în cazul unui DRF/P, având în vedere obligațiile legale extinse pe care acesta le-ar impune statelor membre pe o perioadă de timp considerabilă, multe dintre acestea situându-se în mod clar în afara competențelor UE.
32. Modificarea tratatului s-ar impune în cazul în care ar fi considerate necesare anumite modalități de a limita hazardul moral prin măsuri bugetare și integrare economică suplimentare, de exemplu prin dreptul de veto european asupra bugetelor naționale.
33. Unele dintre posibilele modificări ale tratatului identificate în prezentul raport ar putea fi realizate printr-o revizuire simplificată a tratatelor UE, în timp ce altele ar necesita o procedură de revizuire ordinară.
34. Dacă un DRF/P sau o schemă de *eurobills* ar fi instituită pe o bază pur interguvernamentală, ar trebui să se țină cont de limitele legale. Instituțiile politice ale UE nu ar putea exercita nicio competență decizională. Coordonarea politicilor economice ale UE nu ar trebui să fie subminată.
35. Legile constituționale naționale impun limite pronunțate asupra posibilităților statelor membre de a participa la o schemă de emisiune comună a instrumentelor de datorie (a se vedea exemplul Germaniei). Ar putea exista modalități de a respecta aceste limite. Este cu atât mai probabil să se constate că o schemă respectă limitele menționate cu cât legislația asigură în mod mai clar faptul că răspunderea maximă a unui stat membru este limitată în prealabil, că există posibilitatea de a supune votului în mod periodic, în parlamentele naționale, răspunderea concretă asumată (pe lângă drepturile la informare și drepturile de a influența) și că există condiții și garanții stricte, concepute pentru a asigura disciplina bugetară.

### **Legitimitatea și responsabilitatea democratică**

36. Introducerea unei scheme de emisiune comună a instrumentelor de datorie ar genera inevitabil noi provocări pentru asigurarea legitimității și a responsabilității democratice.
37. Chiar dacă ar fi posibilă din punct de vedere juridic, crearea unei scheme de emisiune comună a instrumentelor de datorie printr-o construcție pur interguvernamentală ar prezenta deficiențe grave și probleme de eficiență, legitimitate și responsabilitate democratică. S-ar putea asigura cu greu suficientă legitimitate parlamentară; regulile de vot într-un consiliu interguvernamental ar genera o dilemă între responsabilitate și eficiență. Ar exista riscul de a crea două

planuri instituționale paralele, care ar intra în concurență pentru guvernarea economică. Această situație ar trebui evitată.

38. Există, deci, o serie de argumente care favorizează clar soluțiile bazate pe metoda comunitară și pe arhitectura instituțională a UE (eventual modificată printr-o modificare a tratatului UE). Dacă, în absența unei modificări a tratatelor UE, se ia în considerare o schemă de *eurobills pro rata* temporară, ar putea fi explorat un model care să combine un act adoptat pe baza articolului 352 și un acord interguvernamental.
39. Responsabilitatea parlamentară este esențială. Ar trebui găsite modele pentru a asigura această responsabilitate la ambele niveluri: pe de o parte, responsabilitatea asigurată de Parlamentul European pentru deciziile luate la nivel european, pe de altă parte, un rol-cheie pentru parlamentele naționale, reflectând puterea bugetară pe care acestea continuă să o aibă.

### **Concluzie generală**

40. Atât un DRF/P, cât și *eurobills* ar prezenta avantaje în ceea ce privește stabilizarea piețelor datoriei publice, sprijinirea transmiterii politicii monetare, promovarea stabilității și a integrării financiare, deși în moduri diferite și cu implicații diferite pe termen lung. Aceste avantaje sunt însoțite de riscuri economice, financiare și de hazard moral, iar compromisurile depind de diverse opțiuni conceptuale. Având în vedere experiența foarte restrânsă cu cadrul de guvernare economică reformat al UE, s-ar putea considera că este prudent să se colecteze, mai întâi, informații cu privire la eficiența acestei guvernări, înainte de a lua orice decizie cu privire la schemele de emisiune comună. În absența modificării tratatului UE, schemele de emisiune comună ar putea fi instituite numai într-o formă *pro rata* și - cel puțin în cazul DRF/P - numai printr-o construcție pur interguvernamentală care pune probleme de responsabilitate democratică. Ar fi necesare modificări ale tratatului pentru a ajunge la scheme de emisiune comună care să includă răspunderea solidară, anumite forme de protecție împotriva hazardului moral și o atenție corespunzătoare acordată legitimității democratice.