EUROOPA KOMISJON

Brüssel, 23.11.2011
KOM(2011) 818 lõplik

ROHELINE RAAMAT

stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtu teostatavuse kohta

ROHELINE RAAMAT

stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtu teostatavuse kohta

1. STABIILSUSVÕLAKIRJADE PÕHIMÕTE JA EELTINGIMUSED[1]

1.1. Taust

Käesoleva rohelise raamatu eesmärk on algatada kõigi asjaomaste sidusrühmade vahel (st liikmesriigid, finantsturgudel osalejad, finantsturgude ettevõtjate liidud, teadlased EList ja väljastpoolt seda, laiem üldsus) stabiilsusvõlakirjade üle ulatuslik arutelu, mille alusel saaks Euroopa Komisjon otsustada, kuidas oleks õige edasi toimida.

Dokumendis hinnatakse, kuivõrd teostatav on riigivõlakirjade ühine emiteerimine euroalasse kuuluvate liikmesriikide poolt (edaspidi „ühine emiteerimine"), ja analüüsitakse selle eeltingimusi[2]. Riigivõlakirjasid emiteerivad praegu euroalas liikmesriigid detsentraliseeritult, kasutades selleks eri emiteerimismenetlusi. Ühiselt emiteeritavate stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt tähendaks riigivõlakirjade emissioonide koondamist ning sellega seotud tuluvoogude ja võlahalduskulude jagamist liikmesriikide vahel. See muudaks märkimisväärselt euroala riigivõlakirjaturu struktuuri, kusjuures riigivõlakirjaturg on euroala finantsturgude suurim osa (vt lisa 1 euroala riigivõlakirjaturu üksikasjalikud andmed).

Ühist emiteerimist käsitleti esimest korda 1990. aastate lõpus, mil Giovannini töörühm (kes on nõustanud komisjoni seoses küsimustega, mis käsitlevad euroga seotud suundumusi kapitaliturgudel), avaldas aruande euroalasse kuuluvate riikide riigivõlakirjade emiteerimise koordineerimise eri võimaluste kohta[3]. Turuosalised käsitlesid ühise emiteerimisega seotud küsimusi taas 2008. aasta septembris, kui Euroopa esmasvahendajate liit (*European Primary Dealers Association*) avaldas aruteludokumendi „Euroopa ühine riigivõlakiri" (*Common European Government Bond*)[4]. Kõnealuses dokumendis rõhutati, et euroala riigivõlakirjaturud on 10 aastat pärast euro kasutuselevõttu jätkuvalt väga killustatud, ja analüüsiti ühise emiteerimise poolt- ja vastuargumente. Komisjoni talitused käsitlesid ühise emiteerimise küsimust taas 2009. aasta EMU@10 aruandes.

Euroala riikide riigivõlakriisi süvenemise tõttu on käivitunud ulatuslik arutelu ühise emiteerimise teostatavuse kohta[5]. Paljud poliitikud, finantsanalüütikud ja teadlased on toetanud ühist emiteerimist kui võimalikku jõulist vahendit likviidsusprobleemide

---

1 Avalikus arutelus ja dokumentides kasutatakse tavaliselt mõistet „eurovõlakirjad". Komisjon leiab, et sellise instrumendi peamine eesmärk on tugevdada finantsstabiilsust euroalas. Seepärast kasutatakse kooskõlas president Barroso 28. septembri 2011. aasta ettekandega olukorra kohta liidus käesolevas rohelises raamatus mõistet „stabiilsusvõlakirjad".

2 Põhimõtteliselt võiks ühine emiteerimine hõlmata ka euroalasse mittekuuluvaid liikmesriikide, kuid sellega kaasneks valuutarisk. Mitmes euroalasse mittekuuluvas liikmesriigis on juba suur osa võlakirjadest emiteeritud eurodes ning seega ei tohiks see olla märkimisväärseks takistuseks. Kõigil ELi liikmesriikidel võib olla huvi osaleda stabiilsusvõlakirjade emiteerimisel, eelkõige juhul, kui see aitaks vähendada nende rahastamiskulusid ja tagaks kindlama rahastamise, kusjuures see mõjutaks majandust positiivselt ühtse turu kaudu. Stabiilsusvõlakirjade seisukohast tuleb märkida, et mida rohkem on osalevaid liikmesriike, seda suurem on tõenäoliselt saadav kasu, eelkõige suuremast likviidsusest saadav kasu.

3 Giovannini töörühm: Aruanne riigivõlakirjade koordineeritud emiteerimise kohta euroalas (*Report on co-ordinated issuance of public debt in the euro area*) (11/2000). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

4 Vt Euroopa esmasvahendajate liidu aruande punkte Euroopa ühise riigivõlakirja teostatavuse kohta aadressil http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436.

5 Vt lisa 2 stabiilsusvõlakirjade üle peetava arutelu raames tehtud analüüsi ja ettepanekute kokkuvõte.

lahendamiseks mitmes euroala liikmesriigis. Sellega seoses palus Euroopa Parlament euroala majanduse juhtimist käsitlevate õigusaktide vastuvõtmise raames komisjonil analüüsida ühise emiteerimise teostatavust ning rõhutas, et stabiilsusvõlakirjade ühiseks emiteerimiseks tuleks liikuda edasi ühise majandus- ja eelarvepoliitika suunas[6].

Kui ühist emiteerimist on tavaliselt peetud üheks võimaluseks pikemaajalises perspektiivis, on hiljutistes aruteludes keskendutud võimalikule lühiajalisele kasule pingete leevendamisel riigivõlaturgudel. Selle raames ei võetaks stabiilsusvõlakirju kasutusele majandusliku ja fiskaalse lähenemisprotsessi lõpus, vaid täiendava lähenemisega paralleelselt, ning seega tugevdataks selliseks lähenemiseks vajaliku raamistiku kehtestamist ja rakendamist. Sellise paralleelse lähenemisviisi rakendamiseks tuleks viivitamata ja otsustavalt kiirendada majanduslikku, poliitilist ja finantsintegratsiooni euroalas.

Stabiilsusvõlakirjad erineksid olemasolevatest ühiselt emiteeritavatest instrumentidest. Stabiilsusvõlakirjad oleksid ühiselt emiteeritavad instrumendid, mida kasutataks euroala liikmesriikide valitsemissektori rahastamiseks. Sellega seoses tuleks neid eristada muudest ELis ja euroalas ühiselt emiteeritavatest võlakirjadest, nagu need, mida emiteeritakse liikmesriikidele ja kolmandatele riikidele antava välisabi rahastamiseks[7]. Seega oleks stabiilsusvõlakirjade emissioonimaht palju suurem ja emiteerimine järjepidevam, kui olemasolevate riiklikul tasandil või ühiselt emiteeritavate instrumentide puhul.

Stabiilsusvõlakirju võib tsentraliseeritult emiteerida üks asutus või seda võib teha detsentraliseeritult liikmesriikide tasandil liikmesriikidevahelises tihedas koostöös. Stabiilsusvõlakirjadega seotud tuluvoode ja võlahalduskulude jaotus kajastaks liikmesriikide vastavat osa emisioonis. Olenevalt stabiilsusvõlakirjade emiteerimisel valitud lähenemisviisist võiks liikmesriikidel olla solidaarvastutus seoses kõigi võlahalduskuludega või osaga nendest, millega kaasneb vastav krediidiriski koondamine.

Paljud stabiilsusvõlakirjadega seotud aspektid ei ole tehnilist laadi, vaid hõlmavad riigi suveräänsusega ning majandusliku ja poliitilise integratsiooniga seotud küsimusi. Need küsimused hõlmavad majanduspoliitika tugevdatud koordineerimist ja juhtimist, samuti suuremat majanduslikku lähenemist, kusjuures teataval juhul tuleks muuta aluslepingut. Mida rohkem koondatakse krediidiriski riikide lõikes, seda väiksem oleks turu volatiilsus, kuid samas see pärsiks ka riikide turudistsipliini. Seega peaks fiskaalstabiilsus rohkem tuginema

---

6 Euroopa Parlamendi 6. juuli 2011. aasta resolutsioonis finants-, majandus- ja sotsiaalkriisi kohta: soovitused vajalike meetmete ja algatuste kohta (2010/2242(INI), on märgitud: „ …13. *kutsub komisjoni koostama uurimust eurovõlakirjade tulevase süsteemi kohta, et määrata kindlaks tingimused, mille puhul selline süsteem tooks kasu kõikidele osalevatele liikmesriikidele ja kogu euroalale; juhib tähelepanu asjaolule, et eurovõlakirjad võivad pakkuda kasutatavat alternatiivi USA dollari võlakirjaturule ning toetada Euroopa riigivõlaturu integreerumist, vähendada laenukulusid, suurendada likviidsust ja eelarvedistsipliini ning stabiilsuse ja kasvu pakti järgimist, edendada kooskõlastatud struktuurireforme ja muuta kapitaliturud stabiilsemaks, mis kindlustab ettekujutust eurost kui ülemaailmsest „turvapaigast; tuletab meelde, et eurovõlakirjade ühine väljastamine nõuab täiendavat liikumist ühise majandus- ja fiskaalpoliitika suunas; 14. rõhutab seepärast, et kui eurovõlakirjad kui esmajärguline riigivõlakohustus väljastatakse, peaks väljastamine olema piiratud võlamääraga 60% SKPst solidaarvastutuse raames ning seotud stiimulitega, et vähendada riigivõlga sellele tasemele; soovitab, et eurovõlakirjade üldeesmärk võiks olla riigivõla vähendamine, moraalse ohu vältimine ja euro vastu spekuleerimise ennetamine; märgib, et juurdepääs niisugustele eurovõlakirjadele eeldaks kokkulepet mõõdetavate võlavähendamisprogrammide üle ning nende programmide rakendamist;”*

7 Nt võlakirjad, mida komisjon emiteerib maksebilansi tasakaalustamise mehhanismi/Euroopa finantsstabiilsusmehhanism raames, Euroopa Finantsstabiilsuse Fond emiteeritavad võlakirjad ning võlakirjad suuremahuliste rahvusvaheliste infrastruktuuriprojektide rahastamiseks (nt komisjoni emiteeritavad projektivõlakirjad). Muid stabiilsusvõlakirjade sarnaseid ühiselt emiteeritavaid võlakirju ja instrumente käsitletakse lisas 3.

poliitiliste vahenditega ette nähtud distsipliinile. Samuti jäävad mõned stabiilsusvõlakirjade eduks vajalikud eeltingimused (nt poliitilise stabiilsuse ja prognoositavuse kõrge tase ning rahaasutuste poolse toetuse ulatus) oluliselt väljapoole tehnilist valdkonda.

Mis tahes laadi stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtuga peaks kaasnema oluliselt tugevam fiskaaljärelevalve ja poliitika koordineerimine, et vältida moraalset ohtu, tagada riikide jätkusuutlik rahandus, toetada konkurentsivõimet ja vähendada kahjulikke makromajanduslikke tasakaalunihkeid.

Sellel oleks kindlasti mõju riikide suveräänsusele, mistõttu tuleks euroalasse kuuluvates liikmesriikides pidada olulisi arutelusid.

Kuna sellised küsimused vajavad põhjalikku kaalumist, võttis komisjon vastu käesoleva rohelise raamatu, et algatada poliitiline arutelu ja avalik konsultatsioon stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtu teostatavuse ja eeltingimuste kohta.

1.2. Põhimõte

Võlakirjade ühtse emiteerimise arutelu põhirõhk on alates euro kasutuselevõtust oluliselt muutunud. Algselt keskenduti ühise emiteerimise üle peetavates aruteludes peamiselt turu suurema tõhususega kaasnevale kasule, mis saavutatakse tänu euroala riigivõlakirjaturu ja euroala kogu finantssüsteemi suuremale likviidsusele. Hiljem on riigivõlakriisi raames keskendutud stabiilsusega seotud küsimustele. Selles kontekstis on ühisest emiteerimisest saadav peamine kasu järgmine:

1.2.1. Praeguse kriisi juhtimine ja tulevaste riigivõlakriiside vältimine

Stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtuga saab tõenäoliselt leevendada praegust riigivõlakriisi, kuna kõrget intressi maksvad liikmesriigid saaksid kasu madalat intressi maksvate liikmesriikide krediidivõimelisusest. Isegi kui stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtuks võib kuluda aega (vt punkt 2), võib ühist emiteerimist käsitleva eelneva kokkuleppe sõlmimine mõjutada turu ootusi ning seega vähendada praegu rahastamisraskustes olevate liikmesriikide rahastamise keskmist kulu ja piirkulu. Mis tahes sellise mõju püsivuse tagamiseks tuleb ühiste võlakirjade kasutuselevõtuks tehtavate sammudega paralleelselt võtta meetmed majanduse tugevamaks juhtimiseks, mis tagaks riikide rahanduse jätkusuutlikkuse kindlustamiseks vajaliku eelarvealase ja struktuurse kohandamise.

1.2.2. Finantsstabiilsuse tugevdamine euroalas

Stabiilsusvõlakirjad muudaksid euroala finantssüsteemi tulevastele kahjulikele mõjudele vastupanuvõimelisemaks ja seega tugevdaksid finantsstabiilsust. Stabiilsusvõlakirjad tagaksid kõigile osalevatele liikmesriikidele turvalisema juurdepääsu refinantseerimisele ning väldiksid olukorda, kus investorite põhjendamatu riskikartlikkuse ja/või karjakäitumise tõttu kaob juurdepääs turupõhisele rahastamisele. Seega aitaksid stabiilsusvõlakirjad piirata turu volatiilsust ning vähendada vajadust või kaotada vajadus kulukate toetus- ja päästemeetmete järele liikmesriikide puhul, kellel ei ole ajutiselt juurdepääsu turupõhisele rahastamisele. Selliste võlakirjade positiivne mõju sõltub sellest, kuivõrd suudetakse piirata turudistsipliini järgimist pärssivaid negatiivseid tegureid. Seda küsimust arutatakse põhjalikumalt punktides 1.3 ja 3.

Stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtust saaks kasu euroala pangandussektor. Pangad omavad tavaliselt suures mahus riigivõlakirju, kuna neid peetakse väikse riski ja volatiilsusega likviidseks investeeringuks. Samuti kasutatakse riigivõlakirju likviidsuspuhvrina, kuna neid saab müüa suhteliselt stabiilse hinnaga või kasutada tagatisena refinantseerimistehingutes. Samas eelistavad pangad suurel määral investeerida päritoluriigi

võlakirjadesse, mistõttu on nende bilanss ja päritoluriigi bilanss omavahel oluliselt seotud. Kui päritoluriigi fiskaalseisund märkimisväärselt halveneb, mõjutab see paratamatult riigi pangandussüsteemi tagatisvara kvaliteeti, mistõttu võivad pankadel tekkida raskused refinantseerimisel nii pankadevahelisel turul kui ka eurosüsteemi vahendite kaudu. Stabiilsusvõlakirjad tagaksid kõigile euroala pankadele kindlama tagatisvara allika, vähendades nende haavatavust üksikute liikmesriikide krediidireitingute alandamise suhtes. Samuti saaksid stabiilsusvõlakirjast kui ühtsemast ja kindlamast varast kasu teised institutsionaalsed investorid (nt elukindlustusandjad ja pensionifondid), kes tavaliselt omavad suhteliselt suures mahus päritoluriigi võlakirju.

1.2.3. Rahapoliitika mõju edasikandumise hõlbustamine

Stabiilsusvõlakirjad hõlbustaksid euroala rahapoliitika mõju edasikandumist. Riigivõlakriis on pärssinud rahapoliitika mõju edasikandumist, kuna riigivõlakirjade intressid on äärmiselt volatiilsetel turgudel väga erinevad. Mõnel äärmuslikul juhul on turgude toimimine olnud pärsitud ja EKP on sekkunud väärtpaberituruprogrammi kaudu. Stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtuga tekiks suurem kogum kindlaid ja likviidseid varasid. See aitaks tagada, et EKP kehtestatud rahapoliitilised tingimused kanduksid sujuvalt ja järjekindlalt riigivõlakirjaturule ning mõjutaksid seeläbi ettevõtjate ja kodumajapidamiste laenukulusid ning lõppkokkuvõttes üldnõudlust.

1.2.4. Turu tõhususe parandamine

Stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt aitaks edendada euroala riigivõlakirjaturu ja euroala kogu finantssüsteemi tõhusust. Stabiilsusvõlakirjade emiteerimise teel tekiks suur ja väga likviidne turg ühtse baasintressiga, erinevalt praegusest olukorrast, kus on palju riigipõhiseid baasintressimäärasid. Stabiilsusvõlakirjade turu likviidsus ja kõrge krediidikvaliteet tagaks madala baasintressi, mis vastavalt kajastab madalat krediidiriski ja likviidsuspreemiat (vt tekstikast 1). Ühtsed „riskivabad” stabiilsusvõlakirja baasintressid eri tähtaegade lõikes aitaksid edendada võlakirjaturgu laiemalt, soodustades valitsemissektoriväliste emitentide (nt äriühingud, omavalitsused ja finantsettevõtted) tegevust. Samuti edendaks euroala likviidse võrdlusvõlakirja kasutuselevõtt paljude eurovääringus tuletisinstrumentide turgude toimimist. Stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt võib veelgi kiirendada Euroopa arveldussüsteemide integreerimist kooskõlas EKP kavandatava Euroopa ühise arveldusplatvormiga (*Target2 Securities*) ja võimalike täiendavate õiguslike meetmetega ELi tasandil. Sel viisil võib stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt vähendada rahastamiskulusid euroala avalikus sektoris ja erasektoris ning seega suurendada majanduse pikaajalist kasvupotentsiaali.

Tekstikast 1: Stabiilsusvõlakirjade prognoositav intress – empiiriline käsitlus

Stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt peaks suurendama likviidsust euroala riigivõlakirjaturul ja seega vähendama likviidsuspreemiat, mida investorid riigivõlakirjadesse investeerimise korral otseselt nõuavad. Selles lahtris üritatakse hinnata, kui suurt kulude kokkuhoidu väiksemast likviidsuspreemiast saaks. Stabiilsusvõlakirjade prognoositava intressi teine komponent (tõenaoline krediidiriskipreemia) on vastuolulisem. Stabiilsusvõlakirjade likviidsus- ja krediidipreemia sõltuvad suurel määral võlakirjade struktuurist ja tagatise laadist.

Mitme empiirilise analüüsi raames on võrreldud hüpoteetiliste ühiselt emiteeritud võlakirjade intressi olemasolevate võlakirjade keskmise intressiga. Nende analüüside alusel võib lähtuda sellest, et ühise emiteerimise korral likviidsuspreemia ei vähene ja krediidirisk ei suurene üle liikmesriikide reitingute keskmise näitaja. Carstenseni (2011) hinnangul oleks ühiselt emiteeritavate võlakirjade intress (kui seda arvutada lihtsalt liikmesriikide kaalutud keskmisena) kahe protsendipunkti võrra kõrgem Saksamaa kümneaastase riigivõlakirja intressist. Teise analüüsi (Assmann, Boysen-Hogrefe (2011)) tulemusel jõuti järeldusele, et erinevus Saksamaa riigivõlakirjadest oleks 0,5 –0,6 protsendipunkti. See on peamiselt tingitud sellest, et eelarvenäitajad on riigivõlakirjade intressivahe peamised mõjutajad. Fiskaalsest seisukohast on euroala näitajad võrreldavad Prantsusmaa näitajatega. Seepärast peaks ühiselt emiteeritavate võlakirjade intress olema ligikaudu võrdne Prantsusmaa riigivõlakirjade intressiga. J.P Morgani (2011) analüüsis, mille puhul kasutati samalaadset lähenemisviisi, jõuti samuti järeldusele, et intressivahe oleks ligikaudu 0,5–0,6 protsendipunkti. Prantsuse panga NATIXIS (2011) täiendava analüüsi tulemused osutavad, et ühiselt emiteeritavate võlakirjade intressi oleks praeguste AAA-reitinguga võlakirjade intressist 20 baaspunkti võrra suurem. Favero ja Missale (2010) väidavad, et USA riigivõlakirjade intressid on (valuutapreemiaga kohandatult) ühiselt emiteeritavate võlakirjade intressi hea võrdlusalus, kuna ühise emiteerimise eesmärk on luua euroala võlakirjaturg, mis krediidiriski ja likviidsuse seisukohast on võrreldav USA turuga. Jõuti järeldusele, et finantskriisile eelnenud aastatel oli Saksamaa riigivõlakirjade intress ligikaudu 40 baaspunkti võrra kõrgem USA riigivõlakirjade intressist, ning selles mahus olekski võimalik saada likviidsuskasu, mis tuleneb sellest, et ühine emiteerimine toimuks samadel tingimustel nagu USA riigivõlakirjade puhul.

Selleks et hinnata likviidsuspreemia vähenemisest tulenevat otsest kasu, on komisjon teostanud kõigi pärast 1999. aastat euroalas emiteeritud riigivõlakirjade statistilise analüüsi. Võlakirjaemissiooni likviidsuse lähendina kasutatakse emissioonimahu (kuna see on kõige kättesaadavam näitaja, isegi kui see alahindab likviidsuspreemiaga seotud võimalikku kasu) ja regressiooni koefitsiendiga määratakse kindlaks võlakirjade suuremas mahus emiteerimisest tulenev kasu[8]. Esimese mudeli puhul kasutati selliste euroala liikmesriikide andmeid, kellel on AAA-reiting, (tabelis tähistatud „AAA”), ja teise mudeli puhul kasutati kõiki olemasolevaid euroala liikmesriikide andmeid. Teise mudeli puhul võeti arvesse ka iga emissiooni reitingut. Selgub, et kõik koefitsiendid on märkimisväärsed tavatasemetel ning et 70–80 % vahet võib põhjendada hinnanguga.

Tabel: Mudelipõhised hinnangud ja prognoositav väiksemast likviidsuspreemiast tulenev intressi muutus

	Varasem keskmine (1999–2011)			*2011. aasta turutingimused*		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Intress (%) – mudelipõhine	3,68	3,63	3,87	1,92	2,43	2,63
Intressi muutus USA turumahu korral	-0,07	-0,09	-0,17	-0,07	-0,17	-0,17

Likviidsuspreemiaga seotud kasu hindamiseks kasutati mudelipõhiseid koefitsiente, et modelleerida intressi võimalik langus selliste võlakirjaemisioonide puhul, mille maht vastab USA keskmisele võlakirjaemissiooni mahule, mitte euroala keskmise võlakirjaemissiooni mahule. Seega USA võlakirjaemissioonide mahtu kasutatakse võrdlusalusena selle kohta, kui likviidseks võib stabiilsusvõlakirjade turg kujuneda. Esimese arvutuskäigu puhul tuletati likviiduskasu andmete alusel, mis kajastavad keskmist varasemat „portfelli” intressi alates 1999. aastast. Võrdluseks tehti samad arvutused 2011. aasta suve turutingimuste alusel.

[8] Dealogicu andmete kohast emissioonimahtu on kohandatud, et võtta arvesse sama tähtaja ja arvelduspäevaga emissioone. Ajast sõltuvate turutingimuste erinevuse kohandamiseks kasutati kontrolltegureid (mis kehtisid iga emissiooni ajal) intressimäära taseme mõju puhul (kaheaastase tähtajaga vahetuslepingute intressimäär) ja intressikõvera puhul (kümneaastase ja kaheaastase tähtajaga vahetuslepingute intressivahe).

Tabeli teises reas esitatud andmed osutavad, et suuremast emissioonimahust tulenev kasu võib euroala jaoks olla ligikaudu 10–20 baaspunkti, olenevalt saadavast krediidireitingust, kuid sõltumata sellest, kas kasutati varasemaid või hiljutisi turutingimusi kajastavaid andmeid. Vastav kasu Saksamaa jaoks oleks ligikaudu 7 baaspunkti. Mudel osutab, et loodetav likviidsuspreemiaga seotud kasu on küllaltki piiratud ja on veelgi väiksem liikmesriikide puhul, kellel juba on kõrge reiting.

Kuigi on ilmne, et praegu kõrget intressi maksvad liikmesriigid saaksid kasu nii krediidiriski koondamisest kui ka ühiselt emiteeritavate võlakirjade suuremast likviidsusest, võivad praegu madalat intressi maksvad liikmesriigid olla sunnitud maksma kõrgemat intressi juhul, kui kõrget intressi maksvate emitentide krediidirisk ei vähene. Põhimõtteliselt saaks likviidsuspreemiaga seotud kasu jaotada ümber kompenseerivate maksetega, kuid parema juhtimisraamistikuta võib üldine euroala krediidikvaliteet nõrgema turudistsipliini tõttu tegelikult halveneda, nii et praegu madalat intressi maksvate liikmesriikide rahastamiskulud suureneksid.

1.2.5. Euro rolli suurendamine ülemaailmses finantssüsteemis

Stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt hõlbustaks eurovääringus portfelliinvesteeringute tegemist ja tagaks tasakaalustatuma ülemaailmse finantssüsteemi. USA võlakirjaturg ja kogu euroala riigivõlakirjaturg on võrreldava suurusega, kuid eurovääringus emissioonide killustatuse tõttu on USA riigivõlakirjaemissioonide maht palju suurem euroala üksikute liikmesriikide korraldatavate emissioonide mahust. Alates 1999. aastast on USA kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade emissioonimaht olnud keskmiselt kaks korda suurem Saksamaa riigivõlakirjade emissioonimahust ja veelgi suurem teiste ELi liikmesriikide riigivõlakirjade emissioonimahust. Olemasolevate andmete kohaselt on tehingumaht USA riigivõlakirjade hetketurul samuti mitu korda suurem tehingumahust euroala vastava turul, kus likviidsus on üle kandunud tuletisinstrumentide segmenti. Kõrge likviidsuse tase on üks tegureid, mis on toetanud USA riigivõlakirjade eelisseisundit ülemaailmses finantssüsteemis (mida on omakorda toetanud USA dollari kui ainsa rahvusvahelise reservvaluuta staatus) ja taganud institutsionaalsete investorite huvi. Seepärast aitaks stabiilsusvõlakirjadega kaasnev suurem emissioonimaht ja likviidsem järelturg tugevdada euro rolli rahvusvahelise reservvaluutana.

1.3. Eeltingimused

Stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt annaks märkimisväärset kasu finantsstabiilsuse ja majandusliku tõhususe seisukohast, kuid samas tuleks käsitleda ka võimalikke negatiivseid mõjusid. Negatiivsete mõjude piiramiseks peaksid olema täidetud olulised majanduslikud, õiguslikud ja tehnilised eeltingimused. Kõnealuseid eeltingimusi, mis võivad eeldada aluslepingu muutmist ja olulisi muudatusi majandus- ja rahaliidu ning ELi institutsionaalses struktuuris, käsitletakse järgmistes punktides.

1.3.1. Moraalse ohu piiramine

Stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt ei tohi põhjustada euroala liikmesriikide eelarvedistsipliini halvenemist. Alates euro kasutuselevõtust on osalevad liikmesriigid eelarvepoliitika kujundamisel turudistsipliini väga erinevalt järginud. Tagasi vaadates võib tõdeda, et euro kasutuselevõtule järgnenud esimese kümnendi jooksul ei olnud euroala riikide võlakirjade intressi lähenemine kooskõlas liikmesriikide eelarvetulemustega. Alates 2009. aastast on aset leidnud järsk korrektsioon, mida võib teataval määral käsitada ülereageerimisena. Hoolimata sellest ebakõlast on hiljutised kogemused näidanud, et turud võivad euroala liikmesriikide eelarvepoliitikat distsiplineerida. Teatavat laadi stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt vähendaks sellist distsipliini või kaotaks selle üldse, kuna euroala liikmesriigid koondaksid krediidiriski kõigi või teatava osa oma võlakohustuste puhul ning sellega kaasneb moraalne oht. Ühise emiteerimisega seotud moraalne oht tuleneb sellest,

et üksikute liikmesriikide eelarvedistsipliini puudumisest tingitud krediidiriski peavad jagama kõik osalised.

Kuna stabiilsusvõlakirjade emiteerimine võib nõrgendada turudistsipliini, tuleks euroala majandusjuhtimise raamistikus teha olulisi muudatusi. Riikide rahanduse jätkusuutlikkuse tagamiseks tuleks võtta täiendavaid meetmeid. Kõnealused kaitsemeetmed peaksid keskenduma mitte ainult eelarvedistsipliinile, vaid ka majanduse konkurentsivõimele (vt punkt 3). Kuigi uue majandusjuhtimise raamistikuga on juba ette nähtud märkimisväärsed kaitsemeetmed, mida eelgi tugevdatakse artikli 136 kohaste uute määrustega,[9] tuleb stabiilsusvõlakirjade raames minna tõenäoliselt veelgi kaugemale, eriti juhul, kui see hõlmab krediidiriski koondamist. Kui stabiilsusvõlakirju käsitataks vahendina, mis võimaldavad turudistsipliini mitte järgida, seaksid liikmesriigid ja investorid nende otstarbekuse kahtluse alla.

Konservatiivne eelarvepoliitika majanduslikult soodsal ajal ja mis tahes kõrvalekallete kiire kõrvaldamine on vastutustundliku ja stabiilsusele orienteeritud poliitika keskne osa, kuid kogemused on näidanud, et suurematel makromajanduslikel tasakaalunihetel (sealhulgas konkurentsivõime vähenemisel) võib olla väga negatiivne mõju riigi rahandusele. Seepärast peaks stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtuga kaasnev rangem poliitika koordineerimine hõlmama ka kahjulike makromajanduslike tasakaalunihete vältimist ja kõrvaldamist.

Kõrge krediidikvaliteedi ja selle tagamine, et stabiilsusvõlakirjades saaksid kasu kõik liikmesriigid

Selleks et stabiilsusvõlakirjad pakuksid huvi investoritele, peaksid võlakirjad olema kõrge krediidikvaliteediga. Stabiilsusvõlakirjad tuleks kavandada ja emiteerida nii, et investorid käsitaksid neid väga turvalise investeeringuna. Seepärast tagaks stabiilsusvõlakirjade edu suurel määral võimalikult kõrge reiting. Madal reiting mõjutaks negatiivselt võlakirjade hinda (tavapärasest kõrgem intress) ja investorite huvi osaleda emissioonide märkimisel piisaval määral. See on eriti tõenäoline juhul, kui stabiilsusvõlakirjadega jäävad turul konkureerima liikmesriikide AAA-reitinguga võlakirjad. Samuti aitaks kõrge krediidikvaliteet kaasa sellele, et stabiilsusvõlakirju käsitataks rahvusvahelise võrdlusalusena, ning toetaks asjaomaste futuuri- ja optsiooniturgude arengut ja tõhusat toimimist[10]. Sellega seoses peaks stabiilsusvõlakirjade struktuur olema piisavalt läbipaistev, et investorid saaksid hinnata alustagatisi. Vastasel korral on oht, et investorid jäävad uute instrumentide suhtes skeptiliseks ning intress kujuneb oluliselt suuremaks, kui see on praegu kõige krediidivõimelisemate liikmesriikide puhul.

Kõrge krediidikvaliteedi tagamine on oluline ka selleks, et kõik euroala liikmesriigid oleksid stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtuga nõus. Võtmeküsimus on see, et kuidas jaguneb liikmesriikide lõikes risk ja tulu. Teatavat laadi stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt tähendaks, et keskmisest madalama krediidireitinguga liikmesriikide rahastamiskulud võivad väheneda, samas kui praegu kõrget reitingut omavad liikmesriigid võivad kanda kahju, kui riski koondamise mõju ületab suurema likviidsuse positiivset mõju. Selleks et saavutada AAA-reitinguga liikmesriikide toetus stabiilsusvõlakirjadele, tuleks tagada, et uue

---

9 Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruse ettepanek, milles käsitletakse eelarvekavade seire ja hindamise ning euroala liikmesriikide ülemäärase eelarvepuudujäägi kõrvaldamise tagamise üldsätteid; Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruse ettepanek, milles käsitletakse eelarvekavade seire ja hindamise ning euroala liikmesriikide ülemäärase eelarvepuudujäägi kõrvaldamise tagamise üldsätteid;

10 Kogemused Euroopa Finantsstabiilsuse Fondi reitingutega on osutanud, et osalevate liikmesriikide keskmisest tagatisest kõrgem võlakirja reiting saavutati eri vahendite abil (nt rahapuhvrid, kahjumi katmist võimaldav kapital, emissioonimahtu ületav tagatis). Euroopa Finantsstabiilsuse Fondi puhul on nende elementide haldamine olnud keeruline, kuid stabiilsusvõlakirjade krediidireitingu tugevdamiseks võivad need osutuda asjakohaseks.

instrumendi krediidikvaliteet oleks sama kõrge, nii et nende võlakohustustega seotud rahastamiskulud ei suureneks. Nagu märgitud, oleneb see moraalse ohu edukast vähendamisest. Stabiilsusvõlakirjade vastuvõetavust saaks tõenäoliselt täiendavalt suurendada mehhanismiga, mille alusel jaotatakse teatavad rahastamiseelised ümber madala ja kõrge reitinguga liikmesriikide vahel (vt tekstikast 2).

Stabiilsusvõlakirjade krediidireiting sõltuks peamiselt osalevate liikmesriikide krediidikvaliteedist ja aluseks olevast tagatisstruktuurist[11].

– *Proportsionaalse tagatise (mitte solidaartagatise)* puhul vastutab iga tagav liikmesriik kohustuste osa eest, mis ta on võtnud stabiilsusvõlakirjade raames vastavalt konkreetsetele jaotamispõhimõtetele[12]. Eeldusel et liikmesriikidele jätkatakse teatavate reitingute andmist, kaasneks suure liikmesriigi reitingu alandamisega väga tõenäoliselt ka stabiilsusvõlakirja reitingu vastav alandamine, kuigi see ei mõjutaks tingimata teiste liikmesriikide reitingut. Praeguses olukorras, kus ainult kuuel liikmesriigil on AAA-reiting, ei määrataks sellise tagatisstruktuuriga stabiilsusvõlakirjadele tõenäoliselt AAA krediidireitingut ning reiting võib osutuda isegi samasuguseks nagu on madalaima reitinguga liikmesriigil, kui ei võeta meetmeid krediidikvaliteedi parandamiseks.

– *Nõudeõiguse järkusid ja tagatisvara hõlmava proportsionaalse tagatise (mitte solidaartagatise)* puhul, vastutab iga tagav liikmesriik kohustuste osa eest, mis ta on võtnud stabiilsusvõlakirjade emiteerimise raames. Tagamaks, et stabiilsusvõlakirjad suudetaks alati lunastada (isegi kohustuste täitmata jätmise korral), võivad liikmesriigid kaaluda mitmeid krediidikvaliteeti parandavaid vahendeid. Esiteks võib stabiilsusvõlakirjade emiteerimise raames kohaldada esimese nõudeõiguse järgu põhimõtet. Teiseks võib stabiilsusvõlakirju osaliselt tagada tagatisvaraga (nt raha, kuld, riigi omanduses olevate äriühingute aktsiad jne). Kolmandaks võib teatavaid tuluvoogusid kasutada stabiilsusvõlakirjadega seotud võlahalduskulude katmiseks. Sel viisil oleks võimalik tagada stabiilsusvõlakirjadele AAA-reiting, kuigi madalama krediidikvaliteediga liikmesriikide riigivõlakirjade reitingud võivad tõenäoliselt teataval määral halveneda.

– *Solidaartagatise* puhul vastutab iga tagav liikmesriik mitte ainult nende kohustuste osa eest, mis ta on võtnud stabiilsusvõlakirjade emiteerimise raames, vaid ka mis tahes teise sellise liikmesriigi osa eest, kes ei suuda oma kohustusi täita[13]. Isegi sellise tagatisstruktuuri puhul ei saa täielikult välistada, et stabiilsusvõlakirjade reiting osutub loodetust madalamaks, kui piiratud arv AAA-reitinguga liikmesriike peaks tagama madala reitinguga liikmesriikide väga suures mahus kohustusi. Samuti on oht, et äärmuslikus olukorras võib käivituda reitingute alandamise ahelreaktsioon, st suure AAA-reitingut omava liikmesriigi reitingu alandamisega võib kaasneda stabiilsusvõlakirja reitingu alandamine, mis omakorda mõjutaks negatiivselt teiste osalevate riikide krediidireitinguid. Seepärast tuleks osalevate liikmesriikide turudistsipliini tagamiseks võtta asjakohaseid kaitsemeetmeid tugeva majandusjuhtimise raamistiku abil (ja võimaluse korral määrata stabiilsusvõlakirjadele riigivõlakirjadest kõrgem nõudeõiguse järk, kui riigivõlakirjade emiteerimist jätkatakse).

Tekstikast 2: Rahastamiskasu võimalik ümberjaotamine liikmesriikide vahel

Moraalset ohtu, mis on seotud stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega solidaartagatise alusel, saab vähendada mehhanismiga, mille alusel jaotatakse teatav stabiilsusvõlakirjade

[11] Käesolevas punktis kasutatakse mõisteid „proportsionaalne tagatis” ja „solidaarsustagatis” majanduslikus tähenduses, mis ei pruugi kattuda juriidilise määratlusega.

[12] Nagu ELi eelarve või EKP kapitali jagamispõhimõtted.

[13] Sel juhul tekib osalevatel liikmesriikidel nõue kohustused täitmata jätnud liikmesriigi vastu.

emiteerimisest saadav rahastamiskasu ümber kõrgema ja madalama reitinguga liikmesriikide vahel. Sellise mehhanismi abil oleks tõenäoliselt võimalik muuta stabiilsusvõlakirjade emiteerimine atraktiivseks kõigile euroala liikmesriikidele. Seda saab demonstreerida kahe liikmesriigi näitel:

Mõlema liikmesriigi valitsemissektori võlg on ligikaudu 2 miljardit eurot, kuid liikmesriik A maksab intressi 2 %, samas kui liikmesriik B maksab intressi 5 % viieaastase tähtajaga riigivõlakirjade pealt. Stabiilsusvõlakirjade emiteerimine tagaks mõlemale liikmesriigile rahastamise, mille tähtaeg on 5 aastat ja intressimäär 2 %. Mõlema liikmesriigi osa stabiilsusvõlakirjade emiteerimisel oleks 50 %.

Osa rahastamiskasust, mida liikmesriik B saab stabiilsusvõlakirjade emiteerimisest, saaks ümber jaotada liikmesriigile A. Näitaks saaks liikmesriigi A intressi vähendada 100 baaspunkti võrra, suurendades liikmesriigi B intressi 300 baaspunktini. Seega maksaks stabiilsusvõlakirjade emiteerimisel liikmesriik A intressi 1 % ja liikmesriik B 3 %. Mõlemal liikmesriigil oleksid madalamad rahastamiskulud kui riigivõlakirjade emiteerimise puhul.

On ütlematagi selge, et kehtestada tuleb stabiilsusvõlakirjade emiteerimisest saadava kasu sisemise jaotamise mehhanism, kuid see peaks olema seotud suhteliste eelarvetulemustega euroala majandusjuhtimise raamistiku kontekstis.

1.3.2. Kooskõla ELi lepinguga

Kooskõla ELi lepinguga on esmatähtis stabiilsusvõlakirjade edukaks kasutuselevõtuks. Esiteks ei tohi stabiilsusvõlakirjade emiteerimisel rikkuda aluslepingu sätteid, mille kohaselt on keelatud „päästa” liikmesriike. Stabiilsusvõlakirjade kooskõla aluslepingu praeguse raamistikuga sõltub võlakirjade laadist. Mõnel juhul tuleks muuta aluslepingu teatavaid sätteid. ELi toimimise lepingu artiklis 125 on sätestatud, et liikmesriik ei võtta enda peale teise liikmesriigi kohustusi.

Stabiilsusvõlakirjade emiteerimine solidaartagatise alusel viib a priori olukorrani, kus rikutakse päästmist keelavaid sätteid. Sel juhul peaksid liikmesriigid sõltumata tavapärastest jaotamispõhimõtetest tõepoolest võtma enda kanda teise liikmesriigi kohustused, kui kõnealune liikmesriik ei suuda neid enam täita. Sel juhul tuleb muuta aluslepingut. Seda võib teha lihtsustatud korras, kui valitsustevahelises raamistikus loodaks euroala ühine võlahaldusasutus, kuid kõige tõenäolisemalt tuleks kohaldada tavamenetlust, kui kõnealune asutus loodaks otseselt ELi õiguse alusel, kuna see laiendaks ELi pädevust. Välja arvatud juhul, kui aluslepinguga kehtestatakse konkreetsed alussätted, tuleks ELi õigusaktide põhise lähenemisviisi puhul kohaldada ELi toimimise lepingu artiklit 352, mis eeldab nõukogu ühehäälset otsust ja Euroopa Parlamendi nõusolekut. Stabiilsusvõlakirjade emiteerimiseks ning selleks vajaliku tugevama majandusliku ja fiskaalse koordineerimise tagamiseks tuleks tõenäoliselt teha olulisi muudatusi ka paljude liikmesriikide siseriiklikes õigusaktides[14].

Stabiilsusvõlakirjade emiteerimine proportsionaalse tagatise, kuid mitte solidaartagatise alusel, oleks kehtivate aluslepingu sätete kohaselt võimalik. Näiteks võiks ESMi lubatud laenumahtu oluliselt suurendada ja laenutingimusi muuta (et ESM saaks turult kaasatud vahendeid edasi laenata kõigile euroala liikmesriikidele) viisil, mis oleks kooskõlas ELi toimimise lepingu artikliga 125, eeldusel et ESMi puhul kohaldatav proportsionaalse jagamise põhimõte jääks samaks. Sama kehtiks võimaliku ühise võlahaldusasutuse emissioonide puhul, kelle kohustused jääksid piiratuks rangelt proportsionaalsel alusel.

Aluslepingut tuleks muuta ka juhul, kui kavatsetakse kehtestada märkimisväärselt sekkuvam euroala majandusjuhtimise raamistik. Sõltuvalt stabiilsusvõlakirjade konkreetsetest näitajatest, tuleks tugevdada majanduse juhtimist ja järelevalvet osalevates

[14] Nt Saksamaa konstitutsioonikohtu 7. septembri 2011. aasta otsusega keelatakse Saksamaa seadusandlikul organil luua püsivat mehhanismi, „millega võetakse vastutus teiste liikmesriikide vabatahtlike otsuste eest, eriti juhul, kui sellega kaasnevaid tagajärgi on raske prognoosida”. Samuti nõutakse, et ka valitsustevahelise juhtimissüsteemi puhul jääks parlamendile kontroll fundamentaalsete eelarvepoliitiliste otsuste üle.

liikmesriikides, et vältida moraalse ohu teket. Juhtimisraamistiku kvalitatiivsed muudatused, mis läheksid kaugemale 23. novembril heaks kiidetud meetmepaketiga seotud ettepanekutest, vajaksid tõenäoliselt aluslepingu muutmist. Tugevdatud fiskaaljuhtimise võimalusi käsitletakse põhjalikumalt punktis 3.

2. STABIILSUSVÕLAKIRJADE EMITEERIMISEGA SEOTUD VALIKUVÕIMALUSED

Stabiilsusvõlakirjade emiteerimiseks on ette pandud palju erinevaid lähenemisviise, eriti alates euroala riigivõlakriisi puhkemisest. Üldiselt võib eri lähenemisviisid liigitada kolme peamisesse kategooriasse, mis põhinevad riikide emiteeritavate võlakirjade asendamise määral (täielikult või osaliselt) ning alustagatise laadil (solidaartagatis või proportsionaalne tagatis). Kõnealused kolm üldist lähenemisviisi on järgmised[15]:

(1) riigivõlakirjade emiteerimise täielik asendamine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega solidaartagatise alusel;

(2) riigivõlakirjade emiteerimise osaline asendamine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega solidaartagatise alusel; ning

(3) riigivõlakirjade emiteerimise osaline asendamine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega proportsionaalse tagatise, kuid mitte solidaartagatise alusel.

Käesolevas punktis hinnatakse kõnealust kolme lähenemisviisi punktis 1 osutatud kasu ja eeltingimuste seisukohast.

2.1. Lähenemisviis nr 1: riigivõlakirjade emiteerimise täielik asendamine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega solidaartagatise alusel

Kõnealuse lähenemisviisi puhul kaetaks euroala liikmesriikide rahastamisvajadused täielikult stabiilsusvõlakirjade emiteerimise teel ja riigivõlakirjade emiteerimine lõpetataks. Kuigi liikmesriigid saaksid emiteerida stabiilsusvõlakirju detsentraliseeritult koordineeritud korra kohaselt, oleks tõhusam luua ühtne euroala võlahaldusasutus[16]. Kõnealune ühtne asutus emiteeriks stabiilsusvõlakirju turul ja jaotaks tulu liikmesriikide vahel vastavalt nende rahastamisvajadustele. Samamoodi haldaks kõnealune asutus stabiilsusvõlakirju, kogudes liikmesriikidelt intressi ja põhiosa makseid. Stabiilsusvõlakirju emiteeritaks kõigi euroala liikmesriikide antava solidaartagatise alusel, millega kaasneb nende krediidiriski koondamine. Võttes arvesse solidaartagatise laadi, peaks stabiilsusvõlakirjade reitingut olulisel määral mõjutama suuremate euroala liikmesriikide reiting, ning seega peaksid praeguse seisuga emiteeritavad stabiilsusvõlakirjad saama kõrge krediidireitingu. Sellest hoolimata tuleks stabiilsusvõlakirjadega seotud risttagatise struktuuri ning selle mõju krediidireitingule ja intressile veel põhjalikumalt analüüsida.

See lähenemisviis oleks stabiilsusvõlakirjadest saadava kasu seisukohast kõige tulemuslikum. Riigivõlakirjade emiteerimise täielik asendamine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega tagaks kõigi liikmesriikide täieliku refinantseerimise, olenemata riikide rahanduse seisundist. Sel viisil kõrvaldataks mõne liikmesriigi tõsised likviidsusprobleemid ja välditakse nende teket tulevikus. Selle lähenemisviisi puhul tekiks väga suur ja ühtne stabiilsusvõlakirjade turg, millega kaasnevad olulised eelised suurema likviidsuse ja väiksema likviidsusriskipreemia osas. Uusi stabiilsusvõlakirju hakataks käsitama euroala ühtsete

---

15 Võimalik on ka neljas lähenemisviis, mis hõlmab täielikku asendamist stabiilsusvõlakirjadega proportsionaalse tagatise, kuid mitte solidaartagatise alusel, kuid seda ei kaaluta, kuna see erineks oluliselt kehtivast emiteerimiskorrast. Lisaks võib käsitleda kombineeritud juhtusid, nt võlakohustuste proportsionaalne tagatis koos piiratud solidaartagatisega, et katta lühiajalisi likviidsuspuudujääke.

16 Vt punkt 4 ülevaade tsentraliseeritud ja detsentraliseeritud emiteerimise eeliste ja puuduste kohta.

võrdlusvõlakirjadena, mis tagaks tõhusama võrdlusraamistiku riski hindamiseks kogu euroala finantssüsteemis. Tagades riigiga seotud kõrgekvaliteedilise tagatisvara kõigi liikmesriikide finantseerimisasutustele, maksimeeriks see ühisest emiteerimisest saadavat kasu euroala finantssüsteemi vastupanuvõime edendamise ja rahapoliitika mõju edasikandumise parandamise teel. Kõnealuse lähenemisviisi puhul tekiks ülemaailmses finantssüsteemis teine turvalisust tagav turg, mille maht ja likviidsus oleksid võrreldavad USA riigivõlakirjaturuga, ning seega oleks see tõhusaim viis euro rahvusvahelise rolli edendamiseks.

Samas kaasneks selle lähenemisviisiga kõige suurem moraalne oht. Liikmesriigid saaksid teenimatult kasutada ära teiste liikmesriikide vastutustundlikku käitumist, ilma et see mõjutaks nende rahastamiskulu. Seepärast peaks selle lähenemisviisiga kaasnema väga range raamistik, millega tagatakse eelarvedistsipliinist kinnipidamine, majanduse konkurentsivõime edendamine ja makromajanduslike tasakaalunihete vähendamine liikmesriikide tasandil. Selline raamistik oleks võrreldes praeguse olukorraga oluline samm majandusliku, poliitilise ja finantsintegratsiooni vallas. Ilma sellise raamistikuta ei ole tõenäoline, et selline ambitsioonikas lähenemisviis stabiilsusvõlakirjade emiteerimisele tagaks tulemuse, mis oleks vastuvõetav kõigile liikmesriikidele ja investoritele. Võttes arvesse stabiilsusvõlakirjadele antavat solidaartagatist ning eelarvedistsipliini ja majanduse konkurentsivõime tagamiseks vajalikku tugevamat alusraamistikku, tuleb sellise stabiilsusvõlakirjade emiteerimise lähenemisviisi puhul peaaegu kindlasti muuta aluslepingut.

Selle lähenemisviisi puhul tuleb määratleda, mil määral valitsemissektori võlakohustusi stabiilsusvõlakirjade emiteerimise kaudu kaetakse. Mitmes liikmesriigis ei emiteeri võlakirju mitte ainult keskvalitsus, vaid ka piirkondlikud või kohalikud omavalitsused[17]. Põhimõtteliselt võib selle lähenemisviisi puhul hõlmata ka piirkondlikul või kohalikul tasandil tehtavad emissioonid. Selle tulemusel saadaks veelgi suuremat kasu suuremast turu stabiilsusest, likviidsusest ja integreerumisest. Samuti oleks see kooskõlas ELi kavandatud eelarvejärelevalvega, mis hõlmab kogu valitsemissektori võlga ja eelarvepuudujääki. Ainult keskvalitsuste korraldatavate emissioonide koondamine tagaks samas läbipaistvama ja turvalisema korra. Keskvalitsuste andmeid on tavaliselt lihtsam hinnata, mis ei pruugi alati nii olla kohalike omavalitsuste puhul. Lisaks hõlmaks emiteerimine ainult puudujääki, mida täielikult kontrollib keskvalitsus. Üksnes turu seisukohast vaadatuna asendataks selliste stabiilsusvõlakirjadega ainult üldtuntud keskvalitsuse võlakirjad, mis lihtsustaks uute stabiilsusvõlakirjade hindamist[18].

Kõnealuse lähenemisviisi rakendamine võib toimuda eri viisil, sõltuvalt sellest, kui kiiresti soovitakse stabiilsusvõlakirjad kasutusse võtta. Kiirendatud rakendamise korral saab uued emissioonid korraldada täielikult stabiilsusvõlakirjade vormis ja lunastamata riigivõlakirjad saab konverteerida uuteks stabiilsusvõlakirjadeks, st teataval hulgal liikmesriikide riigivõlakirju vahetataks uute stabiilsusvõlakirjade vastu. Selle võimaluse peamine eelis on see, et tekiks likviidne turg koos täieliku baasintressikõveraga. Samuti võib enne euro kasutuselevõttu kehtinud omavääringus emiteeritud võlakirjade tagasiostmise teel leevendada suure võlakoormusega ja kõrget intressi maksvate liikmesriikide praeguseid tõsiseid rahastamisprobleeme. Samas võib see olla keeruline ja turuhäirete vältimiseks tuleks vahetusmäära hoolikalt kalibreerida. Teine võimalus on järkjärguline rakendamine, st uus täielik või isegi osaline stabiilsusvõlakirjade ühine emiteerimine iga liikmesriigi puhul, samas kui euroala liikmesriikide lunastamata riigivõlakirjad jääksid ringlusesse järeleturul. See võimaldaks turul uue instrumendiga järk-järgult harjuda ning töötada välja analüüsimis- ja

[17] See kehtib eelkõige Saksamaa kohta ning vähemal määral ka Hispaania ja Prantsusmaa kohta.

[18] Selline stabiilsusvõlakirjade piiratud kohaldamisala tähendaks, et liikmesriigid kohustuvad lõpetama riigivõlakirjade ja muude samalaadsete võlakirjade (sealhulgas piirkondlike ja kohalike omavalitsuste võlakirjad, kui need kuuluvad ühise emiteerimise süsteemi alla) emiteerimise.

hindamisvahendid, mis vähendab turuhäirete ohtu. Samas kuluks selle lähenemisviisi puhul täieliku stabiilsusvõlakirjade turu tekkeks mitu aastat (sõltuvalt lunastamata võlakirjade tähtajast), mis võib võimalikku kasu edasi lükata. Enne euro kasutuselevõttu kehtinud omavääringus emiteeritud lunastamata võlakirjade osakaal järk-järgult väheneb, kuna need asendatakse stabiilsusvõlakirjadega ja uute emiteeritavate riigivõlakirjadega. Seetõttu väheneb aja jooksul selle segmendi likviidsus ja omavääringus väljaantud võlakirjade likviidsuspreemia võib järk-järgult suureneda.

Selle lähenemisviisi rakendamine võib võtta küllaltki kaua aega, kuna aluslepingus tuleb teha muudatusi.

2.2. Lähenemisviis nr 2: riigivõlakirjade emiteerimise osaline asendamine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega solidaartagatise alusel

Selle lähenemisviisi puhul kohaldatakse stabiilsusvõlakirjade emiteerimisel solidaartagatist, kuid riigivõlakirjade emiteerimine asendatakse ainult osaliselt. Stabiilsusvõlakirjade emissioonist välja jäävat osa tagaks jätkuvalt ainult asjaomane liikmesriik. Kõnealust lähenemisviisi ühisele emiteerimisele tuntakse nn „kvaliteetvõlakirjadega/madalama kvaliteediga võlakirjadega seotud lähenemisviisina”[19]. Seega koosneks euroala riigivõlakirjaturg kahest erinevast osast:

– *Stabiilsusvõlakirjad* (ehk „kvaliteetvõlakirjad”). Stabiilsusvõlakirju emiteeritaks ainult teatavas eelnevalt kindlaksmääratud mahus ja seepärast ei pruugi see tingimata katta kõigi liikmesriikide kogu rahastamisvajadust. Kõnealustel võlakirjadel oleks solidaartagatis ja nendega kaasneks ühtne refinantseerimismäär kõigile liikmesriikidele[20].

– *Liikmesriikide riigivõlakirjad* („madalama kvaliteediga võlakirjad”). Ülejäänud vahendite hankimiseks, mida on vaja liikmesriikide eelarve rahastamiseks, emiteeritaks võlakirju liikmesriigi tasandil liikmesriigi tagatise alusel. Seepärast oleksid liikmesriikide riigivõlakirjad stabiilsusvõlakirjadest vähemalt de facto madalama nõudeõigusejärguga, kuna stabiilsusvõlakirjadele on antud solidaartagatis[21]. Iga liikmesriigi riigivõlakirjade emiteerimise maht sõltuks stabiilsusvõlakirjade ühise emiteerimise kokkulepitud mahust ja liikmesriigi üldisest rahastamisvajadusest. Sõltuvalt kõnealuste allesjäävate riigivõlakirjaturgude ja -emissioonide suurusest ja riigi krediidikvaliteedist oleks kõnealustel riigivõlakirjadel riigipõhised likviidsus- ja krediidinäitajad ning seega ka erinev turuintress, kusjuures enamus riigi krediidiriski koonduks riigivõlakirjadesse ja võimendaks krediidiriski[22]. Suurem turusurve riigivõlakirjadele tagaks turudistsipliini.

Kõnealuse lähenemisviisi võtmeküsimus on seotud konkreetsete kriteeriumidega, mille alusel määratakse stabiilsusvõlakirjade ja riigivõlakirjade emiteerimise osakaal. Peamised võimalused on järgmised.

---

19 Vt Delpla, J. ja von Weizsäcker, J. (2010). Nemad tegid ettepaneku kasutada Maastrichti kriteeriumide kohaselt võla piirmäära 60 % SKPst.

20 Nagu lähenemisviisi nr 1 puhul, võib stabiilsusvõlakirju emiteerida detsentraliseeritult, kuid tõenäoliselt oleks seda tõhusam teha keskse võlahaldusasutuse abil.

21 Sellist madalamat nõudeõiguse järku saaks kohaldada ainult uute emiteeritavate riigivõlakirjade suhtes, st nende riigivõlakirjade suhtes, mida emiteeritakse pärast stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõttu. Seevastu lunastamata „vanadel” ja omavääringus välja antud riigivõlakirjadel oleks stabiilsusvõlakirjadega võrdne staatus, kuna nende staatuse muutmine tähendaks tehniliselt kohustuste täitmatajätmist.

22 Delpla ja von Weizsäcker väidavad, et suure makseviivitusriski tõttu tuleks madalama kvaliteediga võlakirju pangandussüsteemis võimalikul palju vältida, pidades silmas asjaolu, et neid ei saa enam kasutada EKP refinantseerimistehingutes, ja võttes arvesse rangeid kapitalinõudeid pangandussektoris.

– *Lihtne eeskirjapõhine süsteem.* Näiteks võiks iga liikmesriik emiteerida stabiilsusvõlakirju vastavalt kindlaksmääratud osale SKPst (kajastades näiteks aluslepingu kohast kriteeriumi 60 %). Oluline on võtta arvesse seda, kui palju riski koonduks liikmesriigi emiteeritavatesse (ja seega madalama nõudeõiguse järguga) võlakirjadesse, pidades silmas, et see sõltuks ühise emiteerimise mahust (mida suurem on stabiilsusvõlakirjade emiteerimise osakaal, seda suurem risk koonduks liikmesriikide emiteeritavatesse riigivõlakirjadesse). Selleks et vältida ülemäärast krediidiriski liikmesriikide emiteeritavate riigivõlakirjade puhul, saades samas kasu ühise emiteerimisega kaasnevast suuremast likviidsusest, oleks tõenäoliselt asjakohane kehtestada piirmäär mõõdukamal tasemel.

– *Poliitika järgimisega seotud paindlikum süsteem.* Liikmesriikide poolt stabiilsusvõlakirjade emiteerimise piirmäära võib fikseerida kõrgemale tasemele, kuid see oleks püsivalt seotud sellega, kuidas liikmesriik järgib euroala juhtimisraamistiku raames vastu võetud eeskirju ja soovitusi. Eeskirjade täitmatajätmise korral võidakse (nt automaatselt) vähendada asjaomase liikmesriigi vastavat stabiilsusvõlakirjade emiteerimise piirmäära. (vt ka punkt 3). Kõnealune süsteem toimiks ka stabiilsusvõlakirjade krediidikvaliteedi poolautomaatse stabilisaatorina, kuna eelarvedistsipliini mittejärgiva liikmesriigi osakaal emisioonis väheneks.

Keskne teema oleks stabiilsusvõlakirjade emiteerimise piirmäära usaldusväärsus. Kvaliteetvõlakirjade emiteerimise piirmäära ületamise korral võivad liikmesriigi rahastamiskulud märkimisväärselt suureneda. See võib kaasa tuua poliitilise surve piirmäära suurendamiseks. Kui ei ole sellise surve vastu võetud tugevaid kaitsemeetmeid, võib „lõdva” piirmäära eeldamine suuresti pärssida kvaliteetvõlakirjade ja madalama kvaliteediga võlakirjadega seotud lähenemisviisi distsiplineerivat mõju. Seepärast on olenemata stabiilsusvõlakirjade emiteerimise piirmäära kehtestamise kriteeriumidest oluline kõnealune piirmäär säilitada ja mitte seda meelevaldselt kohandada (nt poliitilise surve tulemusel).

See lähenemisviis on vähem ambitsioonikam kui täieliku asendamisega seotud lähenemisviis ning annab seega majanduslikust ja rahanduslikust seisukohast vaadatuna vähem kasu. Kuna stabiilsusvõlakirjadel on tulenevalt tagatisstruktuurist kõrgem nõudeõiguse järk kui riigivõlakirjadel, kaasneb stabiilsusvõlakirjadega väga madal krediidirisk, mis peaks kajastuma kõrges krediidireitingus (nt AAA). Seepärast oleks stabiilsusvõlakirjade intress võrreldav olemasolevate AAA-reitinguga riigivõlakirjade intressiga. See tagaks kasu euroala finantsstabiilsuse, rahapoliitika mõju edasikandumise ja euro rahvusvahelise rolli seisukohast, kuigi kõnealune kasu oleks väiksem kui ambitsioonikama lähenemisviisi puhul, mis näeb ette riigivõlakirjade emiteerimise täieliku asendamise stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega. Kuna käivitamisperiood stabiilsusvõlakirjade emiteerimiseks kokkulepitud piirmäära raames kestaks tõenäoliselt mitu aastat, peaks kõigil liikmesriikidel olema sel ajal väga hea juurdepääs finantsturgudele stabiilsusvõlakirjade kaudu. See aitaks vältida võimalikke likviidsusprobleeme mõnes liikmesriigis, kuid samas on sel ajal suurem moraalne oht, nagu punktis 2.1 käsitletud täieliku asendamise puhul. Võttes arvesse, et pärast stabiilsusvõlakirjade emiteerimise piirmäära saavutamist peaksid asjaomased liikmesriigid hakkama taas emiteerima riigivõlakirju, peaksid nad tagama, et käivitamisperioodil kohandatakse eelarvet ja viiakse läbi struktuurireformid, et suurendada investorite usaldust ja seega säilitada juurdepääs turule pärast kõnealuse perioodi lõppu. Uute emiteeritavate riigivõlakirjade intress siiski tõuseks, kuna kõnealustel võlakirjadel on madalam nõudeõiguse järk. Kui stabiilsusvõlakirjade emiteerimise osakaal on jõudnud suhteliselt kõrgele tasemele, peaks turg olema likviidne, kuid vähem likviidne kui ainult stabiilsusvõlakirjade täieliku emiteerimise korral, kuna ka emiteeritavatel riigivõlakirjadel oleks teatav turuosa.

Teisest küljest oleksid stabiilsusvõlakirjade emiteerimise eeltingimused selle lähenemisviisi puhul vähem siduvad. Stabiilsusvõlakirjade emiteerimise piirmäära kehtestamine aitaks vähendada moraalset ohtu, kuna riigivõlakirjade emiteerimine aitaks teataval määral säilitada turudistsipliini. Asjakohase stabiilsusvõlakirjade piirmäära määramisel tuleb silmas pidada, et moraalse ohu, turudistsipliini ja probleemide ülekandumise riski vastasmõju ei ole otsene. Suhteliselt madal stabiilsusvõlakirjade piirmäär (millega kaasneb riigivõlakirjade emiteerimine suures mahus) vähendaks moraalset ohtu, kuid säilitaks liikmesriikide kõrge võlataseme, mistõttu jääks püsima riigi võlakohustuste täitmatajätmise (millel oleksid katastroofilised tagajärjed) oht. Selline tõsiste tagajärgedega makseviivituse mõju võib edasi kanduda kogu euroalale. Suhteliselt kõrge stabiilsusvõlakirjade piirmäär (millega kaasneb riigivõlakirjade emiteerimine väiksemas mahus) suurendaks moraalset ohtu, samas jääks siiski võimalus, et liikmesriik ei suuda oma kohustusi täita, kusjuures selle tagajärjed oleksid vähem tõsised ja see mõjutaks kogu euroala vähem. Stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega peaks kaasnema eelarvedistsipliini ja majanduse konkurentsivõime tagamise range raamistik liikmesriikide tasandil, kuigi tänu riigivõlakirjade emiteerimise säilitamisest tingitud turudistsipliinile ei pruugi riikide suveräänsus selles vallas väheneda nii oluliselt kui ainult stabiilsusvõlakirjade emiteerimist käsitleva lähenemisviisi puhul. Samas mõjutaks piirmäära tase tõenäoliselt ka stabiilsusvõlakirjade krediidikvaliteeti. Suhteliselt madal piirmäär mõjutaks stabiilsusvõlakirjade krediidikvaliteeti positiivselt, piirates tugevama solidaartagatisega kaetud võlakohustuste mahtu[23]. Stabiilsusvõlakirjadele solidaartagatise kehtestamiseks tuleks peaaegu kindlasti muuta aluslepingut.

Ka kõnealuse lähenemisviisi rakendamine võib toimuda eri viisil, sõltuvalt sellest, kui kiiresti soovitakse stabiilsusvõlakirjad kasutusse võtta. Kiirendatud rakendamise korral asendatakse teatav osa euroala liikmesriikide lunastamata riigivõlakirjadest stabiilsusvõlakirjadega eelnevalt kindlaks määratud kuupäeval ja eelnevalt kindlaks määratud tegurite alusel. Seega tekiks kiiresti kriitiline mass lunastamata stabiilsusvõlakirju ning piisavalt likviidne turg koos täieliku baasintressikõveraga. Samas tähendaks see, et enamik liikmesriike jõuaks piirmäärani kohe pärast stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõttu ja seepärast peaksid nad jätkama riigivõlakirjade emiteerimist kapitaliturgudel. Praegustes turutingimustes võib see mõne liikmesriigi jaoks olla tõsine vastuargument. Järkjärgulisema rakendamise korral korraldatakse kõik (või peaaegu kõik) uued liikmesriikide emissioonid stabiilsusvõlakirjades kuni saavutatakse stabiilsusvõlakirjade emiteerimise piirmäär. Kuna mõne aasta jooksul emiteeritaks ainult (või peaaegu ainult) stabiilsusvõlakirju, aitaks kõnealune lähenemisviis leevendada turusurvet ja anda haavatavatele liikmesriikidele aega, nii et reformide mõju hakkaks tunda andma. Samas tekivad üleminekuperioodil teatavad probleemid, pidades silmas asjaolu, et suure võlakoormusega riikidel on suuremas mahus ja sagedamini vaja võlakohustusi uuendada. Kui ei lepita kokku teisti, toimuks suure võlakoormusega riikide võlakohustuste asendamine stabiilsusvõlakirjadega kuni piirmäärani keskmisest kiiremini, samas kui liikmesriikide puhul, kelle võlakoormus on alla piirmäära, võtaks see kauem aega. Seetõttu oleks võimalikust solidaartagatisest tulenev individuaalne risk üleminekuperioodil suurem, samas kui likviidsusmõju (kompensatsiooniks AAA-reitinguga riikidele) oleks veel väike. Seda asjaolu tuleks tõenäoliselt kajastada

[23] Bruegeli ettepaneku kohaselt määrataks piirmääraks 60 %SKPst (kasutades võrdlusalusena Maastrichti kriteeriumi), kuid on esitatud ka ettepanekud madalamate piirmäärade kehtestamise kohta. Väidetakse, et piisavalt madal piirmäär tagaks eurovõlakirjadele peaaegu nulli lähedase makseviivitusriski. Tavaeeldus makseviivitusriski hindamisel on et, kohustuste täitmatajätmise korral on võimalik tagasi saada 40 % võlast. Seda lähenemisviisi valitsemissektori võlakohustuste puhul kohaldades tähendaks piirmäära kehtestamine allapoole tagasisaadavat summat, et ühiselt emiteeritavaid võlakohustusi täidetaks igal juhul.

juhtimiskorras. Teise võimalusena võib näiteks eelnevalt kehtestada aastased piirmäärad, mis suureneksid aeglaselt nullist kavandatud pikaajalise sihttasemeni.

Ka selle lähenemisviisi rakendamiseks võib kuluda küllaltki palju aega (nagu lähenemisviisi nr 1 puhul), kuna aluslepingut tuleks muuta; kuigi vähem oleks vaja muuta majanduse ja fiskaaljuhtimist (tänu sellele, et hoiatus- ja distsiplineerimisfunktsioon jääks osaliselt turu kanda) ja seega võib rakendamisprotsess kujuneda vähem keerukaks ja aeganõudvaks.

Tekstikast 3: Võla lunastamine ja madala riskiga võlakirjad

Osalise emiteerimise näitena esitas Saksamaa majandusekspertide nõukogu (*German Council of Economic Experts*) 2011./12. aruandes[24] ettepaneku madala riskiga võlakirjade emiteerimiseks euroala võlakoormuse vähendamise strateegia raames, mille eesmärk on viia valitsemissektori võlatase taas allapoole Maastrichti lepingus sätestatud 60 % piirmäära.

Üks kõnealuse strateegia sammas on nn. võlalunastamisfond. Lunastamisfondi koondataks euroala liikmesriikide valitsemissektori võlg, mis ületab 60 % asjaomaste liikmesriikide SKPst. See põhineks solidaarvastutusel. Iga osalev liikmesriik peab ülekantud võla kindlaksmääratud konsolideerimiskava alusel ise 20–25 aasta jooksul lunastama. Lunastamisperioodil kehtiv solidaarvastutus tagaks madala riskiga võlakirjad. Lunastamisfond emiteeriks madala riskiga võlakirju ning sellest saadavat tulu kasutaksid osalevad riigid lunastamata võlakirjade lunastamiseks ja uute võlakirjade emiteerimiseks eelnevalt kokkulepitud alusel. Seepärast toimuks võla ülekandmine järk-järgult ligikaudu viie aasta jooksul. Liikmesriigid, kelle võlatase on üle 60 % SKPst, ei pea seega tuginema turupõhisele rahastamisele käivitamisperioodi jooksul, kui nad järgivad võlataseme vähendamise eelnevalt kokkulepitud kava. Pärast käivitamisperioodi hõlmaks euroala tagasimaksmata võlg järgmist: i) liikmesriikide võlg kuni 60 % riigi SKPst, ii) lunastusfondi ülekantud võlg, mille maht vastab ülekandmise hetkel järelejäänud võla mahule. Lahtiseks jääb näiteks fondi riskiga seotud küsimus ning mõju fondi emiteeritavate võlakirjade tagatise kõrgemale nõudeõigusele.

Saksamaa majandusekspertide nõukogu võlalunastuspakt hõlmab nii (ajutist) ühist emiteerimist kui ka rangeid eelarve kohandamise eeskirju. See ei kattu käesoleva rohelise raamatu kohese stabiilsusvõlakirjade emiteerimise ettepanekuga, kuna ühine emiteerimine oleks ajutine ja seda kasutataks ainult nende liikmesriikide puhul, kelle valitsemissektori võla tase on üle 60 % SKPst. Selle asemel teeb Saksamaa majandusekspertide nõukogu ettepaneku luua ajutine rahastamisvahend, mis annaks kõigile euroala liikmesriikidele aega ja finantsalast hingamisruumi võlataseme viimiseks allapoole sihttaset 60 % SKPst. Pärast selle eesmärgi saavutamist fondi tegevus ja madala riskiga võlakirjade emiteerimine lõpetataks. Seepärast tuleb madala riskiga võlakirjade emiteerimist käsitada pigem kriisile reageerimise vahendina, kui euroala valitsemissektori võlakirjaturu püsiva integreerimisena. Kuigi võlalunastuspakt oleks ajutine, võiks see aidata lahendada praegust ülemäärase võlakoormusega seotud probleemi.

[24] Avaldatud 9. novembril 2011, http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrsgutachten.html, punktid 9–13 ja 184–197.

2.3. Lähenemisviis nr 3: riigivõlakirjade emiteerimise osaline asendamine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega proportsionaalse tagatise, kuid mitte solidaartagatise alusel

Selle lähenemisviisi puhul asendatakse riigivõlakirjade emiteerimine ainult osaliselt stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega euroala liikmesriikide proportsionaalse tagatise alusel[25]. Kõnealune lähenemisviis erineb lähenemisviisist nr 2 selle poolest, et liikmesriigid tagaksid stabiilsusvõlakirjade emiteerimisel oma vastava osa, samuti riigivõlakirjade emissioonid. Stabiilsusvõlakirjade ja riigivõlakirjade jaotusega ning stabiilsusvõlakirjade emiteerimise piirmäära kehtestamisega seotud küsimused jääksid üldiselt samaks.

Kõnealune lähenemisviis stabiilsusvõlakirjadele annaks väiksemat kasu ühisest emiteerimisest, kuid samas ei peaks olema täidetud ka nii palju eeltingimusi. Tulenevalt proportsionaalsest tagatisest (mitte solidaartagatisest) oleks moraalne oht väiksem. Liikmesriigid ei saaks emiteerimisel ära kasutada teiste liikmesriikide kõrgemat krediidikvaliteeti. Lisaks jääksid liikmesriigid tulenevalt riigivõlakirjade jätkuvast emiteerimisest turu teravdatud tähelepanu alla, millel on tõenäoliselt aeg-ajalt tugev hoiatav mõju vastutustundetu eelarvepoliitika vältimiseks. Sellel lähenemisviisil oleks väiksem mõju finantsturgude tõhususe ja stabiilsuse edendamise seisukohast, kuid samas oleks seda võimalik lihtsamini ja kiiremini rakendada. Võttes arvesse proportsionaalset, kuid mitte solidaartagatist, saaksid suure tururiskipreemiaga liikmesriigid väikest intressi maksvate liikmesriikide krediidivõimelisusest märkimisväärselt vähem kasu, kui lähenemisviisi nr 2 ja eriti lähenemisviisi nr 1 puhul. Seega oleks lähenemisviisi nr 3 võimalik kasu euroala riigivõlakriisi leevendamisel väiksem ja võimalik mõju finantssektorile palju piiratum. Võimalikku oluliselt lühemat rakendamisaega silmas pidades on tõenäoline, et erinevalt kahest ülejäänud lähenemisviisist saaks kõnealuse lähenemisviisi puhul leevendada praegust riigivõlakriisi.

Kõnealuse lähenemisviisi võtmeküsimus on seotud stabiilsusvõlakirjade tagatise laadiga. Krediidikvaliteedi parandamiseta oleks proportsionaalse, kuid mitte solidaartagatisega stabiilsusvõlakirjade krediidikvaliteet parimal juhul euroala liikmesriikide krediidikvaliteedi (kaalutud) keskmine. Selle aluseks võib olla isegi madalaima reitinguga liikmesriigi krediidikvaliteet, kui stabiilsusvõlakirjadel ei ole kõikide liikmesriikide riigivõlakirjadest kõrgemat nõudeõiguse järku (vt allpool). See võib vähendada kõnealuse instrumendi vastuvõetavust investoritele ja kõrgema reitinguga liikmesriikidele ning vähendada stabiilsusvõlakirjadest saadavat kasu, eelkõige nende vastupanuvõimet pingete korral finantsturgudel.

Stabiilsusvõlakirjade vastuvõetavuse suurendamiseks kõnealuse lähenemisviisi puhul tuleks parandada alustagatise kvaliteeti. Liikmesriigid võiksid anda stabiilsusvõlakirjadele kõrgema nõudeõiguse järgu. Lisaks võiksid liikmesriigid anda tagatise (nt raha, kullareservid, mida on enamikul ELI liikmesriikidel piisavalt) ning eraldada teatavad maksutulud stabiilsusvõlakirjadega seotud võlahalduskulude katmiseks. Rohkem kui lähenemisviisi nr 2 puhul, mil ühisel emiteerimisel kohaldatakse solidaartagatist, oleneb selle lähenemisviisi teostatavus ühiselt emiteeritavate võlakirjade kõrgemast nõudeõiguse järgust ja ühise emiteerimise mõõdukast piirmäärast. Sellega seoses tuleb hoolikalt analüüsida kõnealuse lähenemisviisi mõju praegu ringluses olevatele võlakirjadele (võib olla teatav negatiivne mõju) ja leida sobivad lahendused.

---

[25] Sellist lähenemisviisi käsitleti Giovannini töörühma aruandes (2000) (kuigi detsentraliseeritud emiteerimise vormis) ning sellekohaseid ettepanekuid on hiljem esitanud ka De Grauwe ja Moesen (2009), Monti (2010) ning Juncker ja Tremonti (2010).

Tavatingimustes peaks liikmesriigi võla kogukulu jääma samaks või vähenema, kuid võla piirkulu suureneks. See peaks aitama piirata moraalset ohtu ja tugevdada eelarvedistsipliini, isegi ilma mis tahes tugevdatud juhtimis- või eelarvejärelevalve raamistikuta. Seepärast tagaksid stabiilsusvõlakirjad ühenduslüli ja tugevdaksid uut juhtimisraamistikku, kui ühise emiteerimise teel rahastatavate vahendite maht määratakse tihedasti kooskõlas stabiilsusprogrammi kohaste eelarve-eesmärkidega ning seeläbi luuakse tugevad stiimulid üldise võlataseme kiireks vähendamiseks[26]. Samuti ei oleks sellega seoses vaja muuta aluslepingut. Stabiilsusvõlakirja krediidikvaliteedi tagamiseks tuleks siiski tõenäoliselt võtta vastu teisesed õigusaktid, et määrata stabiilsusvõlakirjadele kõrgem nõudeõiguse järk.

Enne euro kasutuselevõttu kehtinud omavääringus emiteeritud võlakirjade käsitlemise võimalused ning nende vastavad eelised ja puudused on samalaadsed lähenemisviisi nr 2 puhul kirjeldatutega.

Seda lähenemisviisi saaks rakendada suhteliselt kiiresti. Seda lähenemisviisi saaks rakendada ilma ELi lepingut muutmata, kusjuures teiseste õigusaktidega saaks kõrgema nõudeõiguse põhimõtet tugevdada. Pealegi asendatakse riigivõlakirjade emiteerimine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega ainult osaliselt.

2.3.1. Lähenemisviiside kombineerimine

Kuna kolme kõnealuse lähenemisviisi ulatus, ambitsioonikus ja rakendamiseks vajalik aeg on erinevad, võiks neid ka omavahel kombineerida. Lähenemisviisi nr 1 võib pidada kõige põhjalikumaks ning sellega suudetaks kõige rohkem turgu integreerida ja stabiilsust suurendada, kuid selle rakendamine võib võtta märkimisväärselt aega. Samas näib, et teistsuguse ulatuse ja tagatisstruktuuriga lähenemisviisi nr 3 on võimalik kiiremini rakendada. Selleks tuleks teha teatavaid kompromisse selle vahel, kui ambitsioonikad on stabiilsusvõlakirjade põhitunnused ja ulatus ning võimalik rakendamise kiirus. Selleks et tasakaalustamine õnnestuks, võiks eri võimalusi järkjärgulise rakendamise protsessis etapi kaupa kombineerida: stabiilsusvõlakirjad võetakse suhteliselt kiiresti kasutusele, kohaldades riigivõlakirjade osalist asendamist käsitlevat lähenemisviisi ja proportsionaalset tagatisstruktuuri, mis on kombineeritud tegevuskavaga vahendi arendamiseks ning asjaomase juhtimissüsteemi tugevdamiseks. Selline eelnev poliitiline tegevuskava võiks aidata tagada stabiilsusvõlakirjade tunnustamist turul algusest peale.

2.3.2. Euroalasse mittekuuluvatele liikmesriikidele ja kolmandatele riikidele avalduv mõju

Stabiilsusvõlakirjade raamistikus osalemine on üldiselt mõeldud euroala liikmesriikide jaoks[27]. See tuleneb asjaolust, et liikmesriigid soovivad võlakirju emiteerida ja turge säilitada tavaliselt omavääringus ning et eurovõlakirjad võivad olla osa suurema majandusliku ja poliitilise integratsiooni raamistikust. Kuid stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt koos tugevama majandusjuhtimise raamistikuga mõjutaks neid liikmesriike ikkagi. Stabiilsusvõlakirjade abil saavutatav euroala finantsstabiilsus stabiliseeriks otseselt ja oluliselt ka nende riikide finantsturge ja -institutsioone. Sama kehtiks ka kõigi kolmandate riikide

[26] Samamoodi (kuid eeldatavasti tuleb muuta aluslepingut) pani Bini-Smaghi ette emiteerida eurovõlakirju proportsionaalse tagatise alusel, kuid emiteerimise õigus läheks liikmesriikidelt üle riigiülesele asutusele. Võlakirju võiks emiteerida mahus, mille nõukogu on heaks kiitnud stabiilsusprogrammide iga-aastase läbivaatamise raames, kusjuures selle tulemusel ei oleks võimalik emiteerida võlakirju kulude katteks üle igaks aastaks kehtestatud võlapiirmäära. Sel viisil luuakse nn „võlapidur", mis sunniks liikmesriike tegema aegsasti otsuseid, kui valitsemissektori võlatase jõuab kokkulepitud piirmäära lähendale.

[27] Isegi kui näib (eelkõige lähenemisviisi nr 3 puhul), et euroalasse mittekuuluvate liikmesriikide osalemine oleks mõeldav.

puhul vastavalt sellele, mil määral teatav riik on euroalaga majanduslikult ja rahanduslikult seotud. Teisest küljest luuakse stabiilsusvõlakirjadega väga suur ja kindel turvaliste varade turg, mis võib investorite ligitõmbamise seisukohast suurendada konkurentsi finantsturgude vahel.

Tabel 1. Kolme peamise võimaluse ülevaade

	(1. võimalus)	(2. võimalus)	(3. võimalus)
Põhijooned			
– Mil määral liikmesriikide riigivõlakirjad asendatakse stabiilsusvõlakirjadega	Täielikul	Osaliselt	Osaliselt
– Tagatisstruktuur	Solidaarne	Solidaarne	Proportsionaalne koos krediidikvaliteeti parandavate vahenditega
Peamine mõju			
– keskmistele rahastamiskuludele 1/ stabiilsusvõlakirjad tervikuna 2/ riikide lõikes	1/ Keskmine positiivne mõju, mis tuleneb väga suurest likviidsusest ning mida tasakaalustab suur moraalne oht 2/ Kasu kandub kindlalt kõrgema reitinguga riikidelt madalama reitinguga riikidele	1/ Keskmine positiivne mõju, mis tuleneb keskmisest likviidsusest, ja piiratud moraalne oht 2/ Kasu kandub vähemal määral kõrgema reitinguga riikidelt madalama reitinguga riikidele Mõningane turusurve kõrge võlataseme ja madala krediidireitinguga liikmesriikidele	1/ Keskmine positiivne mõju, väiksem likviidsuse mõju ja usaldusväärsem eelarvepoliitika, mis tuleneb turudistsipliini paranemisest 2/ riikide lõikes mõju puudub Tugevam turusurve kõrge võlataseme ja madala krediidireitinguga liikmesriikidele
– võimalikule moraalsele ohule (ilma tugevama juhtimiseta)	Suur	Keskmine, tugevad turustiimulid eelarvedistsipliini parandamiseks	Väike, tugevad turustiimulid eelarvedistsipliini parandamiseks
– finantsintegratsioonile Euroopas	Suur	Keskmine	Keskmine
– ELi finantsturgude atraktiivsusele maailmas	Suur	Keskmine	Keskmine
– finantsturgude stabiilsusele	Suur	Suur, mõned probleemid kui riigivõlakirjade emiteerimine jõuab tasemele, mis ei ole enam jätkusuutlik	Väike, kuid tänu rakendamise kiirusele võib aidata toime tulla praeguse kriisiga

Õiguslikud kaalutlused	Aluslepingut tuleb tõenäoliselt muuta	Aluslepingut tuleb tõenäoliselt muuta	Aluslepingut ei ole vaja muuta. Abiks võivad olla teisesed õigusaktid
Rakendamiseks vajalik aeg	Pikk	Keskmine kuni pikk	Lühike

3. STABIILSUSVÕLAKIRJADE EELARVERAAMISTIK

3.1. Taust

Eelarvejärelevalve raamistikku on juba tugevdatud stabiilsuse ja kasvu pakti hiljutise reformiga, millega lisati uued jõustamismehhanismid. Lisaks tuleks seda euroala liikmesriikide riigipeade ja valitsusjuhtide viimaste järelduste ja komisjoni poolt artikli 136 alusel tehtud kahe uue määruse ettepaneku põhjal lähiajal veelgi tugevdada, eriti selliste euroala liikmesriikide puhul, kelle suhtes kohaldatakse ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlust ning/või kes taotlevad või saavad finantsabi:

– määrusega, milles käsitletakse esialgsete eelarvekavade seire ja hindamise ning euroala liikmesriikide ülemäärase eelarvepuudujäägi kõrvaldamise tagamise üldsätteid, soovitakse saavutada kolmekordne eesmärk: a) täiendada Euroopa poolaastat eelarve ühise ajakavaga, et paremini ühtlustada liikmesriikide eelarve koostamise peamisi etappe; b) täiendada mitmepoolset eelarvepoliitika järelevalvesüsteemi (stabiilsuse ja kasvu pakti ennetavad sätted) täiendavate seirenõuetega, millega tagatakse, et liidu poliitikaalased soovitusi eelarvevaldkonnas võetakse asjakohaselt arvesse liikmesriikide eelarvete koostamisel ning c) täiendada liikmesriikide ülemäärase eelarvepuudujäägi kõrvaldamise menetlust (stabiilsuse ja kasvu pakti korrigeerivad sätted) nende liikmesriikide eelarvepoliitika tugevdatud seirega, kelle suhtes kohaldatakse ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlust, et tagada ülemäärase eelarvepuudujäägi püsiv õigeaegne kõrvaldamine;

– järelevalve tugevdamist käsitleva määrusega tagatakse, et liikmesriikide üle, kellel on või võivad tekkida suured raskused finantsstabiilsuse tagamisel, tuleks teostada tõhustatud järelevalvet, et tagada tavaolukorra kiire taastumine ja kaitsta teisi euroalasse kuuluvaid liikmesriike võimaliku negatiivse ülekanduva mõjude eest.

Need kaks määrust ning stabiilsuse ja kasvu pakti reformimisest tulenevad põhjalikud muudatused moodustavad kindla aluse euroala liimesriikide eelarvepoliitika tõhusamaks koordineerimiseks.

Stabiilsusvõlakirjadega kaasneb aga moraalne oht ja need eeldavad raamistiku täiendavat tugevdamist, sõltuvalt sellest, milline võimalus valitakse. Sellises tugevdatud raamistikus võib esile tõsta kolme mõõdet:

– Riikliku eelarvepoliitika kujundamise ja rakendamise järelevalvet suurendataks ning sellesse sekkutaks rohkem kui on ette nähtud hiljuti tehtud ettepanekutega. Lisaks tagataks täielikult stabiilsusvõlakirjade teenindamine.

– Samal ajal võib stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtt eelarveprotsesse eelkõige jaotusmehhanismide kaudu põhjalikult muuta ning pakkuda vahendi eeskirjapõhise eelarvepoliitika tõhusaks rakendamiseks.

– Stabiilsusvõlakirjade süsteemis osalemiseks võidakse nõuda teatavate eelarvetingimuste täitmist, mille tulemusena suureneks nii praeguste kui ka tulevaste eelarve konsolideerimise meetmete usaldusväärsus.

3.2. Riikide eelarvepoliitikasse suurem sekkumine ja selle tõhusam järelevalve

Hiljutiste ja tulevaste järelevalvereformidega luuakse kindel alus nende riskide vähendamiseks, kuid vaja oleks täiendavaid reforme. Tugevamat raamistikku võiks kohaldada ELi järelevalve ja riiklike eelarveraamistike suhtes.

Kui praegu arutluse all olevad muudatused elu viiakse, tähendaks see mitte üksnes selliste riikide eelarvekavade põhjalikumat läbivaatamist, kus on riigieelarvega

probleeme, vaid seda tehtaks kõigi osalevate liikmesriikide puhul. Teatavate asjaolude korral, nagu võla või puudujäägi kõrge tase, võib osutuda vajalikuks, et osalevate liikmesriikide eelarve kiidab heaks EL. Lisaks oleks vaja palju tugevamat eelarve täitmise seire raamistikku. See võiks sisaldada korrapärast aruandmist ühistel eelarvekohtumistel, eelarvealastel tulemustabelitel põhinevate hoiatusmehhanismide väljatöötamist ning reaalset võimalust korrigeerida kõrvalekaldeid eelarve täitmise ajal, näiteks seeläbi, et eelarve reserve kavandatakse eelnevalt ja selgesõnaliselt ning uute kulukate meetmete tingimuseks oleks eelarve kavakohane täitmine.

Liikmesriikide eelarveraamistikke on kavas tugevdada üsna varsti, kui eelarveraamistikke käsitlev direktiiv rakendatakse (rakendamist saaks tegelikult kiirendada). Lisaks on käimas arutelud täiendavate meetmete võtmiseks, muu hulgas selliste eeskirjade kehtestamiseks, millega võtta stabiilsuse ja kasvu pakti raamistik üle siseriiklikusse õigusesse, soovitavalt põhiseadusega, ning lisada piisavad jõustamismehhanismid. Muud riiklike raamistike tugevdamise võimalused hõlmavad muu hulgas siduvate keskpika perioodi raamistike vastuvõtmist, sõltumatuid asutusi, kes hindavad riigieelarvete aluseeldusi ning avaliku halduse eri tasemete vahelisi tõhusaid koordineerimismehhanisme. Seoses viimasega võib asjaolu, et võlg Euroopa tasandil koondatakse, anda täiendavalt põhjust avaliku halduse allsektorite võlahalduse ühtlustamiseks.

Riiklikel raamistikel on tähtis osa ka ELi tasandil järelevalve toetamisel. Näiteks lihtsustaks ELi tasandil järelevalvet ühine eelarvete koostamise ajakava (ja see võib osutuda vajalikuks siis, kui hakatakse praktikas kavandama, millisel määral teatav riik stabiilsusvõlakirjade emiteerimisel osaleb). Samuti sõltub eelarve täitmise nõuetekohane seire ELi tasandil selle jaoks ettenähtud kindlast siseriiklikust korrast, mis võib nõuda ühiste järelevalve ja avaldamise standardite kehtestamist.

Tuleks kehtestada süsteem, millega tagataks kindlalt iga stabiilsusvõlakirjade emiteerimisest kasu saava liikmesriigi võla täielik teenindamine. See tähendab, et stabiilsusvõlakirjade teenindamine ehk täpsemalt ühise emiteerimise intressimaksed ei tohiks üheski olukorras ohtu sattuda. Üks võimalus selle vältimiseks oleks anda ELile volitused tõsiste finantsprobleemide korral aktiivsemalt sekkuda, muu hulgas võimaluse raskustes liikmesriiki teataval moel „hallata”. Teine võimalus, mida eelmises punktis juba mainiti ning mis piiraks riigi suveräänsust võib-olla vähem, oleks kehtestada osalevate riikide jaoks tingimus, et stabiilsusvõlakirjadel on mis tahes muude riigieelarvest tehtavate kulutustega võrreldes kõrgem nõudeõiguse järk. Sellistel eeskirjadel peaks olema range, arvatavasti põhiseaduslik õigusjõud. Lisaks sellele ja kooskõlas sellega peaksid stabiilsusvõlakirjadega seotud kohustustel olema võimalike (järelejäänud) emiteeritavate riigivõlakirjadega võrreldes kõrgem nõudeõiguse järk.

3.3. Stabiilsusvõlakirjad kui tõhusama eelarveraamistiku osa

Kuigi stabiilsusvõlakirjadega kaasneb moraalne oht, muudavad nad tõenäoliselt ka tingimusi, milles eelarvepoliitikat kujundatakse ja rakendatakse. Selle põhjuseks on eelkõige asjaolu, et liikmesriikide eelarvepoliitikat käsitlevad Euroopa juhised muudetaks konkreetseteks arvudeks selles samas protsessis, millega osalevatele liikmesriikidele kehtestatakse laenuvõtumäärad. Stabiilsusvõlakirjade toimimine nõuaks kõigi käsitletud võimaluste puhul riigi poolt võetavate laenude ülemmäära eelnevat kindlaksmääramist, mis seaks piirid riigieelarvetele või vähemalt mõjutaks neid, eelkõige kaugeleulatuvate võimaluste (nt lähenemisviis nr 1) puhul, kus stabiilsusvõlakirjadega kavatsetakse katta osalevate riikide kõik uued rahastamisvajadused või suurem osa neist. Sellest vaatenurgast ei ole stabiilsusvõlakirjad ainult moraalse ohu tekitajad, vaid ka kui vahend, mis aitab eelarvepoliitikat paremini koordineerida eeskirjapõhise raamistiku tõhusa jõustamise läbi.

Kui stabiilsusvõlakirjadega kaetaks kõik riigi finantsvajadused või suurem osa neist (st lähenemisviis nr 1), peaks stabiilsusvõlakirjade süsteemi kohane jaotusraamistik lähtuma selgetest põhimõtetest.

(1) *Emissioonis osalemise määr põhineks piisavalt rangetel eelarve-eeskirjadel.* Stabiilsuse ja kasvu pakti kohane raamistik annaks loomuliku aluse. Niiviisi annaksid eeskirjad tugeva stiimuli eelarve vastutustundlikuks täitmiseks.

(2) *Kõnealuste suunistega tuleks ette näha teatav paindlikkus* ootamatutele muutustele reageerimiseks ning protsüklilise poliitika riski vähendamiseks. Peamine küsimus on see, kas riikide või euroala kriisidele reageerimiseks vajalik eelarvealane paindlikkus tuleks tagada täiendavate stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega või peaks toetuma riigivõlakirjade emiteerimisele (eeldusel, et see on endiselt võimalik). Mida rohkem paindlikkust süsteemis lubatakse, seda rohkem on vaja piiravaid mehhanisme, millega tagatakse, et paindlikkus jääb kokkulepitud piiridesse, ja välditakse võla aeglast suurenemist.

(3) *Tõenäoliselt peaksid eeskirjadesse lisama ka järkjärgulise reageerimise viisi eelarveseisundi halvenemise korral.* Selline järk-järguline reageerimine võib eespool kavandatud viisil tähendada järelevalve tugevdamist või sekkumist riikide eelarvepoliitikasse.

Samuti võiks süsteemi integreerida finantsstiimulid range eelarvepoliitika rakendamise edendamiseks. Kuna stabiilsusvõlakirjade intressid oleksid turupõhised, võivad rahastamiskulud olla liikmesriigiti erinevad ning sõltuda riigi eelarveseisundist või eelarvepoliitikast või krediidivõimelisusest, mida kajastab asjaolu, et riigivõlakirjade emiteerimise puhul on riskipreemia kõrgem kui ühise emiteerimise puhul. See looks süsteemi sees stiimuli range eelarvepoliitika rakendamiseks ning tagaks turudistsipliini sujuvamal ja ühtsemal moel, kui see oleks võimalik turupõhiselt. Seda stiimulit, mis kaasneks automaatselt proportsionaalset tagatist käsitleva võimalusega, saaks tõhustada nii, et kavast kõrvalekaldumise korral vähendatakse ühisemissioonis osalemise määra.

3.4. Süsteemis osalemiseks vajalikud eelarvetingimused

Selleks et visioon stabiilsusvõlakirjadest kui „stabiliseerivatest võlakirjadest" ellu viia, võidakse süsteemi sisenemiseks ja seal püsimiseks kehtestada liikmesriikidele makromajanduslikud ja eelarvetingimused. Näiteks võidakse liikmesriiki stabiilsusvõlakirjade süsteemi mitte lubada, kui ta ei ole täitnud stabiilsuse ja kasvu pakti või tugevdatud eelarveraamistiku kohaselt võetud kohustusi. Teise võimalusena võidakse liikmesriikidelt, kes ei täida eelarve-eesmärke, nõuda stabiilsusvõlakirjade emiteerimise puhul (täiendava) tagatisvara esitamist või täiendavat intressi. Osalemist võidakse piirata ka sõltuvalt sellest, mil määral nõudeid rikutakse, st iga protsendipunkt SKPst, mille võrra valitsemissektori eelarve kõrvale kaldub, võib vähendada stabiilsusvõlakirjade emiteerimise õigust teatava hulga protsendipunktide võrra SKPst.

Sellelt lähenemisviisilt oodatakse mitmesugust kasu:

– Esiteks oleks liikmesriigil vastavalt sellele, mil määral ta soovib stabiilsusvõlakirjade süsteemis osaleda, täiendavad stiimulid rakendada täielikult need eelarve konsolideerimise ja reformidega seotud meetmed, mida ta on juba võtnud, ning teha seda viisil nagu euro kasutuselevõtuks tehtud lähenemisjõupingutuste puhul.

– Teiseks suurendaks stabiilsusvõlakirjade võimalik kasutuselevõtt konsolideerimiskavade usaldusväärsust finantsturgude ja laiema ühiskonna silmis. Seeläbi suurendaks

stabiilsusvõlakirjade süsteemiga ühinemise võimalus kindlustunnet suhteliselt kiiresti. Mõnes riigis võiks kindlustunde taastumine eelarve kohandamist lihtsustada.

– Samuti võimaldaks ranged eelarvetingimused süsteemi sisenemiseks ja selles osalemiseks vähendada võlamäära ja laenamisvajadusi enne, kui vastav riik hakkab stabiilsusvõlakirjade süsteemis osalema. Niiviisi saaks alandada stabiilsusvõlakirjade riskipreemiaid ja intresse.

Selle lähenemisviisi puhul peaksid liikmesriigid säilitama muud rahastamisvõimalused juhuks, kui nad nimetatud tingimusi ei täida. Siiski ei asendataks stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega tingimata euroala liikmesriikide riigivõlakirjade emiteerimist täielikult. Samuti tuleks määrata institutsioon või asutus, kes kontrolliks kõnealuste sisenemiskriteeriumide täitmist (näiteks, aga mitte tingimata, võlahaldusasutus).

4. RAKENDUSKÜSIMUSED

4.1.1. Organisatsiooniline korraldus

Tuleb lahendada mitmed tehnilised küsimused, mis on seotud stabiilsusvõlakirjade emiteerimise korraldamisega. Eelkõige tuleks otsustada, milline institutsionaalne struktuur rahastamistoimingutele luua: kas asutada keskne võlahaldusasutus või kas põhifunktsioone saaksid detsentraliseeritult täita riiklikud keskpangad ja võlahaldusasutused. Detsentraliseeritud lähenemisviisi puhul peaks emiteerimine toimuma ühetaoliste tingimuste ja menetluste kohaselt ning see nõuaks põhjalikku kooskõlastamist. Kuigi tsentraliseeritud lähenemisviisi puhul ei oleks võlakirjade emissiooni vaja kooskõlastada, peaksid liikmesriigid emissiooni kavandamiseks ikkagi edastama üksikasjaliku ja usaldusväärse teabe oma finantsvajaduste kohta. Seoses keskse emiteerimisasutuse määramisega kaalutakse mitut võimalust, sealhulgas järgmisi: a) Euroopa Komisjon võiks toimida võlahaldusasutusena, mis võimaldaks stabiilsusvõlakirjad kiiresti kasutusele võtta ning kasutada neid praeguse kriisi ohjamiseks; või b) EFSFi/ESMi võiks muuta täismahus võlahaldusasutuseks; või c) võiks luua uue ELi võlahaldusasutuse,[28] mille tööle hakkamine võtaks teatava aja. Stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtuga seotud halduskulusid ei saa täpselt välja arvutada ilma kõiki üksikasju eelnevalt kindlaks määramata. Halduskulude suurus mõjutaks ka liikmesriikide eelarveid.

Oluline tehniline küsimus on see, kuidas keskne võlahaldusasutus hangitud vahendeid liikmesriikidele edasi laenaks. Põhimõtteliselt oleks selleks kaks võimalust, mida saaks omavahel ka kombineerida: a) edasilaenamine toimuks otseste laenudena, mille puhul liikmesriiki rahastataks laenulepingu alusel; ja b) võlahaldusasutus ostab esmasturult otse kõik liikmesriigi riigivõlakirjad või kokkulepitud hulga neist. Teine võimalus võimaldaks võlahaldusasutusel osta vajaduse korral järelturul ka valitsemissektori lunastamata võlakirju.

Võlakirjade lunastamine vajab samuti korraldamist. Kõige lihtsam oleks, kui riigiasutused kannaksid vahendid üle emiteerimisasutusele, kes korraldaks tagasimaksmise võlakirjade omanikele. Selleks et turul osalejad võiksid olla kindlad, et võla teenindamine on alati tagatud ning viivitusi seoses maksetega ei esine, peaks võlahaldusasutusel olema stabiilne ja ennustatav tuluvoog. Liikmesriigid peaksid tagama võlahaldusasutuse kohustused, kuid tuleks kontrollida, kas sellest piisab, või kas võib vaja minna täiendavat tagatisvara või rahapuhvrit. Praegused riiklikud võlahaldusasutused on osa riiklikest eelarveasutustest, ja neid toetatakse maksutuludest. Riikideülesel võlahaldusasutusel ei oleks sellist otsest seost maksutuluga, mis võib vähendada emiteeritavate võlakirjade atraktiivsust turul.

[28] Üleminekuperioodiks võiks luua komisjoni asutuse, kus töötaksid komisjoni ning ajutise riikliku võlahaldusasutuse töötajad, ning hiljem saaks selle vajaduse korral muuta võlahaldusasutuseks.

Ka siis kui stabiilsusvõlakirjad kasutusele võetakse, on vaja liikmesriikide likviidsust juhtida. Tegelikkuses võib olla praktiliselt võimatu kavandada võlakirjade emiteerimist nii, et see vastaks täpselt liikmesriikide maksevoogudele. Seepärast tuleks stabiilsusvõlakirjade emiteerimist täiendada igapäevase likviidsusjuhtimisega, mis võiks jääda riigiasutuste ülesandeks. Ühe võimalusena võiks stabiilsusvõlakirjade emiteerimisel keskenduda keskpika perioodi rahastamisvajadustele ning riigiasutused juhiksid oma makseprofiile lühiajaliste hoiuste ja laenude või võlakirjade kaudu. Sõltumata organisatsioonilisest korraldusest, tuleks luua menetlused liikmesriikide rahastamiskavade kooskõlastamiseks, et töötada välja võrdlusemissioonid ja et tekiks täielik baasintressikõver.

4.1.2. Seos ESMiga

Stabiilsusvõlakirjade ühise emiteerimise eest vastutava asutuse loomine euroala liikmesriikide jaoks aitaks ülesannete jaotumist selle asutuse ja Euroopa stabiilsusmehhanismi vahel selgemaks muuta. Põhimõtteliselt võib lähtuda kahest seisukohast: ESMi ei oleks enam vaja, kuna võlakirjade ühise emiteerimisega, mida toetaksid tugevdatud fiskaaljärelevalve eeskirjad, võetaks üle nii liikmesriikide tavapärane rahastamine kui ka erakordne täiendav rahastamine, kui liikmesriik on sattunud suurtesse raskustesse. Võla haldamise ja hädaolukorras rahastamise ülesande ühendamine ei pruugi olla optimaalne ning võib rollid segamini ajada, nõrgendada stiimuleid ja juhtimist ning muuta ühe rahastamisinstitutsiooni liialt keeruliseks. Seepärast võiks ESM alles jääda võlakirjade eraldiseisva emiteerijana, kelle ülesandeks oleks erakorraliste rahastamisvajaduste käsitlemine ja täitmine.

ESMiga koostöö sõltuks ka sellest, milline lähenemisviis valitakse. Kui valitakse lähenemisviis nr 1, ei oleks ESMi enam vaja. Selle lähenemisviisi puhul, mille kohaselt katavad liikmesriigid peaaegu kõik rahastamisvajadused, võidakse katta ka täiendavad erandolukorras tekkivad rahastamisvajadused. Lähenemisviisi nr 2 ja nr 3 puhul ei ole olukord nii selge ning nende kohaselt jätkaksid liikmesriigid riigivõlakirjade emiteerimist paralleelselt stabiilsusvõlakirjade ühise emiteerimisega. Esimeste stabiilsusvõlakirjade emissioonide puhul võidakse kaaluda isegi ESMi raamistiku kasutamist. Kuna ESM põhineb proportsionaalsetel tagatistel, võiks stabiilsusvõlakirjade järk-järguline kasutuselevõtt proportsionaalse (aga mitte solidaarse) tagatisega (st lähenemisviis nr 3) hõlmata ESMi poolset rahastamist ja emiteerimist, millega mindaks kaugemale praegusest ESMi rollist anda erakorralist finantsabi. Põhimõtteliselt võiks ESMi raames hakata hilisemas etapis kohaldama solidaartagatisi.

4.1.3. Emiteerimise suhtes kohaldatav õiguskord

Tähelepanu tuleb pöörata ka sellele, millise nõuetekohase õiguskorra alusel stabiilsusvõlakirju emiteeritaks. Praegu emiteeritakse riigivõlakirju siseriikliku õiguse alusel. Rahvusvaheliste võlakirjade emiteerimisel kohaldatakse Inglise õigust, USA turgude puhul kasutatakse sageli New Yorgi seadusi. Samaväärset ELi seadust, mille alusel võiks stabiilsusvõlakirju emiteerida, ei ole. Kuigi tavapraktikas toetutakse rahvusvaheliste võlakirjade emiteerimisel välisriigi õigusele, võib tekkida probleem, kui kogu valitsemissektori võla suhtes kohaldataks Ühendkuningriigi või USA seadusi, kuna anglosaksi kohtupraktika erineb paljude liikmesriikide õigussüsteemist. Samuti tuleks kokku leppida asjaomase kohtu suhtes.

4.1.4. Dokumendid ja turutavad

Rahastamisvõimaluste, väärtpaberite põhitunnuste ja turutavadega seotud küsimused vajavad lahendamist. Kui on kindlaks määratud kindel emiteerija, oleks enampakkumised parim emiteerimise viis. Sündikaatidel on see eelis, et finantssektor on kaasatud vahendite turustamisse ja väärtpaberite hind on paremini ennustatav Lisaks võib sündikaadi kaudu turule

paisata tavapärasest suuremas koguses väärtpabereid, kuna see ulatub ka jaeinvestoriteni. Samuti tuleb kindlaks määrata mitmed väärtpaberite põhitunnused ja turutavad. Neist olulisemaid on käsitletud 4. lisas.

4.1.5. Raamatupidamisküsimused

Veel üks täiendavat selgitamist vajav küsimus on see, kuidas kohaldada riiklikke raamatupidamiseeskirju stabiilsusvõlakirjade suhtes. Eelkõige tuleb uurida seda, kuidas erineva tagatisstruktuuriga stabiilsusvõlakirjad mõjutaksid riikide võla suhet SKPsse. Oluline käsitlemist vajav küsimus on emiteerimisega tegeleva uue üksuse laad.

5. JÄRELDUSED JA TULEVIK

Stabiilsusvõlakirjade ühine emiteerimine euroala liikmesriikide poolt võib tuua kaasa märkimisväärset kasu. Muu hulgas tugevdaks see siseturgu ja muudaks kapitaliturud tõhusamaks, suurendaks finantssektori ja riigi rahanduse stabiilsust ja kriisidele vastupanuvõimet, suurendaks euroala finantsturgude ja euro atraktiivsust maailma tasandil ja vähendaks ülemäärase turupessimismi mõju riigi rahastamiskuludele.

Kuid stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtuga kaasneb ka keerulisi lahendamist vajavaid probleeme. Selleks et stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtuga seotud kasu täiel määral realiseeruks ning et vältida võimalikku kahjulikku mõju, tuleb need probleemid otsustavalt lahendada. Eelkõige tuleks luua piisavalt tugev raamistik eelarvedistsipliini ja majanduse konkurentsivõime tagamiseks riigi tasandil ning EL peaks riikide eelarvepoliitikasse intensiivsemalt sekkuma. See puudutab eelkõige solidaartagatistel põhinevaid võimalusi, et oleks võimalik vähendada moraalset ohtu euroala liikmesriikide lõikes, toetada stabiilsusvõlakirjade krediidikvaliteeti ja tagada õiguskindlus.

Stabiilsusvõlakirjade ühiseks emiteerimiseks on mitu võimalust, mida võib jagada kolme ulatusliku lähenemisviisi alusel. Nende lähenemisviisidega nähakse ette riigivõlakirjade emiteerimise täielik asendamine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega solidaartagatise alusel, riigivõlakirjade emiteerimise osaline asendamine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega solidaartagatise alusel ja riigivõlakirjade emiteerimise osaline asendamine stabiilsusvõlakirjade emiteerimisega proportsionaalse tagatise alusel. Nende võimalustega on seotud erinevad kompromissid oodatava kasu ja vajalike eeltingimuste vahel.

Kuna erinevad võimalused eeldavad eelkõige erinevaid ELi aluslepingu (ELi toimimise leping) muudatusi, võib nende rakendamine võtta erineval määral aega. Kõige kaugemale minnakse lähenemisviisiga nr 1, mis vajaks kõige põhjalikumat aluslepingu muutmist ja haldusalast ettevalmistust, kuna võetakse kasutusele ühised võlakirjad kui sellised ning tugevdatakse paralleelselt majanduse juhtimist. Ka lähenemisviisi nr 2 rakendamiseks on vaja märkimisväärselt aega. Seevastu näib, et lähenemisviis nr 3 oleks teostatav aluslepingut oluliselt muutmata ning seega oleks selle rakendamine võimalik ilma pikema viivituseta.

Käesolevas dokumendis esitatud soovitused ja järeldused on ikka veel uurivat laadi ning lahendamist vajavate küsimuste loetelu ei ole tingimata lõplik. Samuti on mitmeid võimalikke eeliseid ja probleeme kirjeldatud sageli kvalitatiivselt. Eri aspektide üksikasjalik kvantitatiivne hindamine oleks oma olemuselt keeruline ja/või nõuaks täiendavat analüüsi ja eri osapoolte panust. Lisaks on sageli kindlaks määratud probleemid, mida tuleks lahendada, või otsused, mida tuleks võtta, kuid lõplikke lahendusi ei ole välja pakutud.

Et asi edeneks, on vaja teha rohkem analüütilist tööd ja viia läbi konsultatsioone. Mitmed põhimõisted, võimalikud eesmärgid ja kasu, nõuded ja rakendamisega seotud probleemid vajavad põhjalikumat käsitlemist ja analüüsi. Sellega seoses on olulised peamiste

sisusrühmade seisukohad. Eelkõige tuleks nõuetekohaselt konsulteerida liikmesriikide, finantsturgudel osalejate, finantsturgude ettevõtjate liitude, teadlastega EList ja väljastpoolt seda ning laiema üldsusega. Konsultatsioonide tulemusi tuleks kajastada stabiilsusvõlakirjade võimaliku kasutuselevõtuga seotud järelmeetmetes.

Sellega seoses on komisjon otsustanud algatada käesoleva rohelise raamatu üle põhjalikud konsultatsioonid,[29] mis lõppevad [8. jaanuaril 2012][30]. Komisjon ootab arvamusi kõigilt eespool nimetatud asjaomastelt sidusrühmadelt ja nõuandeid muudelt institutsioonidelt. Komisjon esitab tagasiside põhjal oma seisukohad edasiste sammude kohta [2012. aasta veebruari keskel].

---

29 Tagasisidet saab anda kõigi tavapäraste vahenditega, sealhulgas selleks otstarbeks ettenähtud e-posti aadressil:
ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu;
(veebileht: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

30 Selleks et järelmeetmeid saaks võtta õigel ajal, näib tavapärasest kaheksa nädala pikkusest konsultatsiooniperioodist kõrvalekaldumine põhjendatud, kuna stabiilsusvõlakirjade/eurovõlakirjade kontseptsiooni on põhjalikult arutatud juba väga pika aja jooksul.

Lisa 1: Põhiandmed riigivõlakirjaturgude kohta

Liikmesriik	Valitsemissektori võlg			Keskvalitsuse võlg	Riigivõlakirjade intress	Krediidirisiki vahetustehingute hinnavahe	Krediidireiting
	Mld eurot, 2010. aasta lõpp	% SKPst, 2010. aasta lõpp	% euroala koguvõlast, 2010. aasta lõpp	% SKPst, 2010. aasta lõpp	% aastas, 10 aasta kohta, 8.11.2011	Baaspunkti aastas 5-aastase lepingu puhul, 8.11.2011	Standard & Poor, 8.11.2011
Belgia	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Saksamaa	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Eesti	1,0	6,7	0,0	3,3	puudub	puudub	AA-
Kreeka	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	puudub	CC
Hispaania	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Prantsusmaa	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Iirimaa	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Itaalia	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Küpros	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	puudub	BBB-
Luksemburg	7,7	19,1	0,1	17,4	puudub	puudub	AAA
Malta	4,3	69	0,1	68,9	puudub	puudub	A
Madalmaad	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Austria	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Portugal	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Sloveenia	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Slovakkia	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Soome	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Euroala	7822,4	85,4	100	71,6	puudub	puudub	puudub
vrd USA	*10258*	*94,4*			*2,08*	*47,5*	*AA+*

Allikas: Eurostat, IMF, S&P, Bloomberg

Lisa 2: Stabiilsusvõlakirju käsitleva kirjanduse lühiülevaade

Teadlased, finantsanalüütikud ja poliitikakujundajad on avaldanud mitmeid kirjutisi eurovõlakirjade (stabiilsusvõlakirjad) kohta. Käesolevas lisas tehakse kokkuvõte praeguseks avaldatud kirjutistest ning rühmitatakse need vastavalt ettepanekute põhijoontele.

– *Krediidikvaliteet ja tagatise struktuur:* Enamik autoreid rõhutavad nn turvapaiga staatust, mis peaks eurovõlakirjadel olema ning mida peaks kajastama reiting. Kõrgeim krediidikvaliteet tagataks peamiselt tagatise struktuuri ja/või nõudeõiguse järgu kaudu. Avaldatud uurimustes on käsitletud peamiselt kahte eurovõlakirjadega seotud tagatise liiki: i) solidaartagatis (Jones, Delpla ja von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero ja Missale, J.P. Morgan), mille puhul iga riik tagab igal aastal kogu eurovõlakirjade emissiooni ning ii) proportsionaalne tagatis (Juncker ja Tremonti, De Grauwe ja Moesen, BBVA), mille puhul riik tagab üksnes kindlaksmääratud osa emissioonist. Favero ja Missale rõhutavad, et solidaartagatisega tagatud eurovõlakirjad võivad vähendada kriisi üle- ja edasikandumise võimalust. Teisest küljest toetavad autorid proportsionaalset tagatist, kuna see vähendab moraalset ohtu. Capaldi kombineerib kõrgeima krediidireitingu tagamiseks proportsionaalse tagatise krediidikvaliteeti parandavate vahenditega (rahapuhver, emissioonimahtu ületav tagatis, kapital, jne). Delpla ja Weizsäcker, Barclays Capital, Dübel soovitavad tagada eurovõlakirjade krediidikvaliteedi nii, et tagatakse neile kõrgem nõudeõiguse järk kui riigivõlakirjadel, põhjendades seda sellega, et isegi sellisel äärmuslikul juhul, nagu riigi maksevõimetus, oleks tagasimakseväärtus piisavalt kõrge, et kõrgeima nõudeõiguse järguga võlakirju täielikul teenindada. Dübel pakub välja veidi erineva lähenemisviisi, mille kohaselt tagataks riigivõlakirjad (esimese nõudeõiguse järguga) osaliselt ESMiga.

– *Moraalne oht*: Peamine stabiilsusvõlakirjade vastu kasutatud argument on moraalne oht, mis tuleneb eelarvedistsipliini stiimulite nõrgenemisest, ning seda küsimust on autorid kõigis ettepanekutes kõige rohkem käsitlenud (eelkõige Issing). Mõned autorid soovitavad kehtestada liikmesriikide nimel emiteeritavate eurovõlakirjade piirmäära, milleks on mitmel juhul stabiilsuse ja kasvu paktis määratletud võla piirmäär 60 %. Kõik täiendavad laenuvajadused tuleks rahastada riigivõlakirjade abil. Delpla ja von Weizsäcker on seda mõtet käsitlenud seoses nn kvaliteetvõlakirjade mõistega, soovitades teha vahet kvaliteetvõlakirjade ehk eriti likviidsete ja turvaliste võlakirjade (tagatud osalevate riikide solidaartagatisega) ning madalama kvaliteediga võlakirjade (ainult riigivõlakirjad, millel on madalam nõudeõiguse järk) vahel. Madalama kvaliteediga võlakirjade hind stimuleeriks valitsusi hoidma eelarvet kontrolli all. Ka Jones ja Barclays Capital's pakuvad välja nii võla kui ka puudujäägi piirmäärad, mis võimaldaks võla suhet SKPsse järk-järgult vähendada. Lisaks eurovõlakirjade emiteerimise piiramisele soovitavad Favero ja Missale vähendada moraalset ohtu hüvitusskeemi kaudu, mis põhineb liikmesriikide poolt makstavate intresside indekseerimisel (vastavalt liikmesriigi krediidiriski preemiale või eelarvenäitajatele). Boonstra, De Grauwe ja Moesen, BBVA ja Natixis pakuvad välja eri liiki boonuste/karistuste süsteemi, mis sõltuks liikmesriigi võimest vähendada valitsemissektori puudujääki ja võlga.

– Kõik autorid nõustuvad, et eelarvedistsipliini tugevdamine peaks olema eurovõlakirjaprojekti nurgakivi, sõltumata ulatusest või tagatise struktuurist. Lisaks madalama kvaliteediga riigivõlakirjade emiteerimisele soovitavad Favero ja Missale lubada süsteemi ainult kõrgeima krediidireitinguga liikmesriigid või emiteerida üksnes selliseid lühikese tähtajaga madala riskiga vahendeid nagu lühiajalised võlakirjad. Barclays, BBVA, Delpla ja von Weizsäcker, Eijffinger, Becker ja Issing teevad ettepaneku luua sõltumatud eelarve auditeerimise asutused ja spetsiaalsed euroala asutused, kes

koordineeriksid eelarve- ja majanduspoliitikat. Delpla ja Weizsäckeri keeruka süsteemi kohaselt kavandaks iga-aastase emiteerimises osalemise määra sõltumatu stabiilsusnõukogu. Seejärel peaksid emiteerimises osalemise määra heaks kiitma osalevate liikmesriikide parlamendid, kellel oleks suurim eelarvealane pädevus, et otsustada ühiselt tagatud (kvaliteetsete) eurovõlakirjade emiteerimise üle. Kavandatud emiteerimises osalemise määra vastu hääletav riik ei emiteeriks seega järgmisel aastal (kvaliteet)eurovõlakirju ega annaks neile ka tagatist.. Boonstra teeb ettepaneku, et riike, kes rikuvad eeskirju, tuleks kohe rangelt karistada, näiteks jääksid nad ilma ELi eelarve vahenditest ja poliitilist mõju tagavast hääleõigusest Euroopa Keskpanga juhtorganites.

– *Emiteerimise praktilised küljed:* Enamik autoreid teevad ettepaneku luua ühine võlahaldusasutus, kes koordineeriks emiteerimist ja haldaks võlga. Kvaliteetvõlakirju ja madalama kvaliteediga võlakirju käsitlevate ettepanekute puhul jääks liikmesriigipoolse võlaosaga seotud emissioonid riigi keskpanga hooleks.

– *Osalevad riigid*: Becker loetleb eurovõlakirjade süsteemis osalemise võimalused. Need võiksid olla järgmised: i) ühised võlakirjad, mille emiteerivad sama reitinguga riigid; ii) ajutised ühisvõlakirjad, mis sarnanevad teatavate Saksamaa liidumaade emiteeritavatele ühisvõlakirjadele; iii) osalemine ühiste riigivõlakirjade emiteerimises üksnes siis, kui majandus- ja rahaliidu riigid täidavad teatavad tingimused eelarve tugeva konsolideerimise kaudu majanduse kiire arengu ajal, või iv) üks likviidne lühiajaline vahend, mida edendavad Saksamaa ja Prantsusmaa, või ühine Euroopa turg üksnes riigivõlakirjade jaoks.

Lisa 3: Olemasolevate seotud vahendite ülevaade

1. Euroopa Liit

Euroopa Komisjon rakendab Euroopa Liidu nimel praegu kolme programmi, millega ta võib anda laenu (tavaliselt edasilaenamiseks), emiteerides võlainstrumente kapitaliturgudel. Kõigi vahendite kaudu on võimalik anda riikidele laenu. ELile on ELi toimimise lepinguga antud volitused võtta vastu laenu- ja tagatisprogramme, millega mobiliseerida finantsvahendeid oma volituste täitmiseks.

– *Maksebilansi programmi* kaudu annab EL finantsabi euroalasse mittekuuluvatele liikmesriikidele, keda ohustavad tõsiselt maksebilansi raskused (ELi toimimise lepingu artikkel 143).

– *EFSM programmi* raames on Euroopa Komisjon volitatud sõlmima ELi nimel laenulepinguid selle mehhanismi alusel antud laenude rahastamiseks (nõukogu 11. mai 2010. aasta määrus nr 407/2010). Pärast 2010. aasta detsembrit on kokku lepitud Iirimaa ja Portugali toetusprogrammides, millega seotud summad on vastavalt 22,5 miljardit eurot ja 26 miljardit eurot.

– *Makromajandusliku finantsabi programmist* antakse laenu Euroopa Liitu mittekuuluvatele riikidele. Makromajanduslik finantsabi on poliitikapõhine finantsinstrument, millega antakse kolmandate riikidele sidumata ja mittesihtotstarbelist maksebilansi toetust (ELi toimimise lepingu artikkel 212 ja 213) See võib olla keskmise või pika tähtajaga laen või toetus või mõlema kombinatsioon ja tavaliselt lisandub see rahastamisele, mida pakutakse Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF) reformiprogrammi raames[31].

Krediidireiting

ELi AAA-reiting kajastab mitut asjaolu. Laenuandmine on ELi otsene ja tingimusteta kohustus ning laenud tagatakse kõigi liikmesriikide poolt. Eelarvevahendid saadakse peaaegu täies mahus vahenditest, mida liikmesriigid maksavad parlamentidest sõltumatult, sealhulgas tariifid ja maksud, mida kohaldatakse ELi importimisel, ning liikmesriigi käibemaksutuludelt ja rahvamajanduse kogutulult makstavad lõivud. Seda silmas pidades on ELi poolt emiteeritud võlakirjad riskivabad ning neid saab kasutada tagatisena EKPs.

Kõigi laenude puhul mõjutab investoreid ELi, mitte rahastatud laenu saaja krediidirisk. Kui laenusaaja riik ei suuda oma kohustusi täita, tehakse makse ELi eelarvest (2011. aastal 127 miljardit eurot). ELi alusleping kohustab ELi liikmesriike eraldama vahendeid kõigi ELi kohustuste täitmiseks.

ELi emiteerimise põhijooned

Siiani on EL emiteerinud võrdlusvõlakirju EMTN- programmi (*Euro Medium Term Note programme*) raames, mille mahtu suurendati EFSMi emissiooni silmas pidades 80 miljardi euroni. Võrdlusvõlakirju hakati taas emiteerima seoses majanduskriisiga 2008. aasta lõpus.

Seoses EFSMi aktiveerimisega Iirimaa ja Portugali jaoks, on EL võrdlusvõlakirju emiteerinud sageli. 2011. aastaks kavandatud EFSMi laenud kokku moodustavad ligikaudu 28 miljardit eurot (13,9 miljardit eurot Iirimaale, 14,1 miljardit eurot Portugalile; maksebilansi programmi ja makromajandusliku finantsabi raames ligikaudu 2 miljardit eurot). Rahastamise vääring on üksnes euro.

Kuna ELi laen on keskmise tähtajaga, on tähtajaks tavaliselt 5–10 aastat, mida saab vajadusel 3–15 aasta võrra (erandkorras 30 aasta võrra) pikendada.

[31] Lisateavet vt: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

Kompensatsioonimehhanismiga tagatakse, et ELi eelarvele ei kaasne mingit intressi- või valuutariski. Hoolimata kompensatsioonimehhanismist on võlakirjade teenindamine Euroopa Liidu kohustus, millega tagatakse, et kõik võlakirjadega seotud maksed tehakse õigel ajal.

Kuna EL võtab sagedasti laenu ja seda käsitletakse võrdlusalusena, on ELil kavas tekitada eespool nimetatud näitajate piires likviidne baasintressikõver. EL kohustab peamisi juhte looma aktiivse järelturu ostu-müügi hinda kogu aeg noteerides, ning ta jälgib, et neid kohustusi täidetaks.

ELi rahastamise kindlaksmääramine

ELi laene rahastatakse eranditult kapitaliturgudelt saadud vahenditest, mitte muude liikmesriikide vahenditest ega ELi eelarvest.

Saadud vahendid laenatakse kompensatsioonipõhimõttel edasi laenusaajast riigile, st sama kupongiintressi ja tähtajaga ning samas summas. Kompensatsioonipõhimõte seab ELi emiteerimisele piirid ehk emiteeritavate finantsinstrumentide põhitunnused määratakse kindlaks laenuandmistehinguga, mis tähendab, et sellest erineva laenusumma või laenutähtaja puhul ei ole võimalik laenu rahastada.

Riikliku laenuprogrammi kogusumma, osamaksed ja laenupaketi maksimaalne keskmine tähtaeg määratakse kindlaks nõukogu otsusega. Seejärel peavad komisjon ja laenusaaja riik kokku leppima laenu/rahastamise näitajad, osamaksed ja väljamaksed. Lisaks sõltub laenu esimene osamakse väljamaksmine sellest, kas laenusaaja täidab mitmeid poliitilisi tingimusi, mis sarnanevad IMFi laenudega kaasnevatele tingimustele, ning ka see mõjutab rahastamise ajakava. Seetõttu sõltuvad emiteerimise ajakava ja tähtajad ELi asjaomasest laenuandmistegevusest.

EFSMi protsess

(1) Liikmesriik, keda ohustavad suured majandus- või finantsraskused, mida põhjustavad temast olenematud erandlikud asjaolud, võib esitada ELile taotluse EFSMi toetuse saamiseks.

(2) Euroopa Liidu nõukogu teeb Euroopa Komisjoni soovituse põhjal otsuse kvalifitseeritud häälteenamusega.

(3) Liikmesriik arutab koostöös IMFi ja EKPga majanduse kohandamise kava Euroopa Komisjoniga läbi.

(4) Laenusaaja liikmesriik arutab vastastikuse mõistmise memorandumi ja laenulepingu üksikasjad Euroopa Komisjoniga läbi ning teeb otsuse selle rakendamise kohta.

(5) Pärast seda, kui vastastikuse mõistmise memorandumile ja laenulepingule on alla kirjutatud ning laenusaaja liikmesriik on esitanud taotluse väljamaksete tegemiseks, hangitakse rahvusvahelistelt kapitaliturgudelt vahendeid ning tehakse esimene väljamakse. Järgmised laenu väljamaksed tehakse siis, kui ELi nõukogu on hinnanud, kas liikmesriik vastab programmi tingimustele.

2. Euroopa Finantsstabiilsuse Fond (EFSF)

Euroopa Finantsstabiilsuse Fond (EFSF 1.0) loodi euroala liikmesriikide poolt ECOFINi nõukogu 9. mai 2010. aasta otsuse alusel. EFSF 1.0 asutati Luksemburgis registreeritud äriühinguna. EFSFi peamine eesmärk on anda finantsabi euroala liikmesriikidele. Kogu 750 miljardi suuruse abipaketi osana sai EFSF euroala liikmesriikidelt tagatisi kokku 440 miljardit eurot, mis on mõeldud edasilaenamiseks finantsraskustes olevatele liikmesriikidele, võttes arvesse ELi/IMFi kohandamiskavadega seotud tingimusi.

Laenuandmisvõime

Selleks et EFSFi võlakirjade AAA-reiting säiliks, võib EFSF 1.0 kaudu anda laenu kuni 255 miljardit eurot.

Krediidireiting

Krediidireitinguagentuurid on EFSF 1.0-le andnud AAA-reitingu. Esialgse lepingu (EFSF 1.0) kohaselt peab see aga tulema laenuandmisvõime vähendamise arvelt, kuna iga EFSFi laen peab olema kaetud i) AAA-reitinguga riigi tagatistega; ii) rahahulgaga, mis vastab asjaomasele osale EFSFi rahareservist ning iii) laenupõhise rahapuhvriga. AAA-reiting põhineb peamiselt järgmisel neljal elemendil:

(1) *Tagatismehhanism*: Euroala liikmesriikide vahel sõlmitud tagatislepingu kohaselt peavad nad tagama lõplikult ja tingimusteta EFSFi emiteeritud rahastamisvahendite kavakohased intressi- ja põhiosamaksed. Lisaks katab tagatis kuni 120 % iga euroala liikmesriigi osast EFSFi mis tahes kohustuses (põhiosa ja intressid), kuid tagatisele on seatud ülempiir vastava tagatisi käsitleva kohustusega, mis on sätestatud EFSFi raamlepingu 1. lisas. Kõik ülempiirist tingitud puudujäägid kaetakse rahareservide ja rahapuhvritega.

(2) *Rahareserv:* Laenusaajale väljamakstavatest vahenditest arvatakse maha ettemakstav teenustasu, mis on 50 baaspunkti iga laenu kogu põhiosast, ja lepingu kohaselt igale laenule määratud sellise intressimarginaali nüüdispuhasväärtusest, mis koguneks ettenähtud tähtajaks.

(3) *Laenupõhine rahapuhver*: Iga kord kui liikmesriigile antakse laenu, peab EFSF tekitama laenupõhise rahapuhvri suuruses, mis tagab et iga EFSFi laen oleks täielikult kaetud AAA-reitinguga riikide antud tagatistega ja rahahulgaga, mis vastab asjaomasele osale EFSFi rahareservist, ning lisaks kõnealuse laenupõhise rahapuhvriga.

(4) *Võimalik täiendav toetus*: EFSFi raamlepingu kohaselt võib EFSFi programmi mahtu muuta, kuid tagatise andjad on sellega ühehäälselt nõus. Siiski ei saa EFSFi mahtu lõpmatuseni suurendada, kuna see võib kahjustada tagatiseks olevate AAA-reitinguga riigivõlakirjade krediidipositsiooni. Kui mõni neist riigivõlakirjadest kaotaks AAA-reitingu, väheneks EFSFi laenuandmisvõime kõnealuse riigi antud tagatise võrra.

EFSFi poolt emiteeritud võlakirjad on riskivabad ja nendega võib teha EKP repotehinguid. EFSFi krediidireitingut võib negatiivselt mõjutada eelkõige selliste euroala liikmesriikide krediidivõimelisuse vähenemine, kellel on AAA-reiting. Kuna EFSFil on proportsionaalne tagatis, kaasneks tagatist andva riigi AAA-reitingu alandamisega ka EFSFi AAA-reitingu alandamine, kui krediidikvaliteeti täiendavalt ei parandata.

Tingimuslikkus

Kogu EFSFi raames antava finantsabi tingimuseks on majanduse kohandamiskava olemasolu ning ranged poliitilised tingimused, mis on sätestatud vastastikuse mõistmise memorandumis. Komisjon arutab koostöös EKP ja IMFiga vastastikuse mõistmise memorandumi laenusaaja riigiga läbi.

Otsuste tegemine

Otsused EFSFi kaudu antavate vahendite kohta võetakse vastu ühehäälselt.

3. Euroopa Finantsstabiilsuse Fond (EFSF 2.0)

Selleks et kogu 440 miljardi euro suurune laenudeks ettenähtud summa oleks kasutatav, muudeti EFSFi raamlepingut.

Laenuandmisvõime

EFSFi võlakirjade AAA-reitingu säilitamiseks võib EFSF 2.0 kaudu anda laenu kuni 440 miljardit eurot (vt allpool).

Krediidireiting

Krediidireitinguagentuurid on EFSF 2.0-le andnud AAA-reitingu. EFSFi laenuvõimelisuse suurendamiseks 440 miljardi euroni muudeti EFSFi raamlepingut, et suurendada AAA-reitinguga riikide tagatisi 440 miljardi euroni. Seega põhineb AAA-reiting peamiselt ühel elemendil – tagatismehhanismil.

Euroala liikmesriikide vahel sõlmitud tagatislepingu kohaselt peavad nad tagama lõplikult ja tingimusteta EFSFi emiteeritud rahastamisvahendite kavakohased intressi- ja põhiosamaksed. Lisaks katab tagatis kuni 165 % iga euroala liikmesriigi osast EFSFi mis tahes kohustuses (põhiosa ja intressid), kuid tagatisele on seatud ülempiir vastava tagatisi käsitleva kohustusega, mis on sätestatud EFSFi raamlepingu 1. lisas. EFSFi poolt emiteeritud võlakirjad on riskivabad ja nendega võib teha EKP repotehinguid.

EFSFi krediidireitingut võib negatiivselt mõjutada eelkõige selliste euroala liikmesriikide krediidivõimelisuse vähenemine, kellel on AAA-reiting. Kuna EFSFil on proportsionaalne tagatis, kaasneks tagatist andva riigi AAA-reitingu alandamisega ka EFSFi AAA-reitingu alandamine, kui krediidikvaliteeti täiendavalt ei parandata.

Tingimuslikkus

Kogu EFSFi raames antav finantsabi on seotud rangete poliitiliste tingimustega, mis on sätestatud vastastikuse mõistmise memorandumis. Komisjon arutab koostöös EKP ja IMFiga vastastikuse mõistmise memorandumi laenusaaja riigiga läbi. Lisaks makromajandusliku kohandamiskava raames antavatele laenudele võib EFSF avada krediidiliine, viia läbi tehinguid võlakirjade esma-S ja järelturul ning anda programmiväliselt laenu finantsinstitutsioonide rekapitaliseerimiseks.

Otsuste tegemine

Otsused EFSFi kaudu antavate vahendite kohta võetakse vastu ühehäälselt.

4. Euroopa stabiilsusmehhanism (ESM)

ELi riigipead ja valitsusjuhid kiitsid 24.–25. märtsil 2011 heaks ESMi kui alalise kriisimehhanismi loomise, et kaitsta eurot ja finantsstabiilsust Euroopas. ESMist saab maailma suurim rahvusvaheline finantsinstitutsioon 700 miljardi euro suuruse kapitaliga, millest 80 miljardit makstakse sisse. ESMi jõustumine kavandati algselt 2013. aasta juulisse, kuid arvatavasti toimub see juba 2012. aasta keskel.

5. Saksamaa liidumaade ühisvõlakirjad

Teatav segment Saksamaa liidumaade võlakirjaturul on nn Jumbo-võlakirjad. Need on rühma Saksamaa liidumaade poolt emiteeritavad võlakirjad. Praeguse ajani on 38 Jumbo-võlakirja emiteerinud viie kuni seitsme liidumaa sündikaadid, välja arvatud 1997. aastal, kui eriti suuremahulist Jumbo-võlakirjade emissiooni jagasid kümme liidumaad. Siiani on kõik Jumbo-võlakirjad emiteeritud tavastruktuuriga võlakirjadena ning keskmine emissiooni maht on veidi üle 1 miljardi euro, mis on üle seitsme korra rohkem kui liidumaa keskmine emissiooni maht. Jumbo-programmis osalevad liidumaad on enamasti pindalalt või elanike arvult väikesed. Jumbo-võlakirjad on likviidsemad kui tüüpilised liidumaa võlakirjad, mis

tagab, et likviidsusriski preemia on väiksem kui see oleks olnud juhul, kui võlakirjad oleks emiteerinud üks liidumaa üksi. Investorite jaoks on Jumbo struktureeritud võlakiri, mis koosneb eraldi nõuetest osalevate liidumaade vastu vastavalt nende osale ühisemissioonis. Seega vastutavad liidumaad emiteerimise eest proportsionaalselt mitte solidaarselt.

Võlakirja põhitunnused

– Emiteerimise sagedus: tavaliselt 2–3 emissiooni aastas

– Tähtaeg: 5–10 aastat

– Maht: 1–1,5 miljardit eurot

– Emiteerimist korraldab üks liidumaa, kes tegutseb ka makseasutusena.

Krediidireiting

Kõnealustele võlakirjadele on Fitch andnud AAA-reitingu. See tuleneb sellest, et seoses *Länderfinanzausgleich*-mehhanismiga (rahastamise võrdsustamise protsess, mis hõlmab solidaarset ja kaudset tagatismehhanismi liidumaade ja föderaalvalitsuse vahel) andis Fitch kuni viimase ajani kõigile Saksamaa liidumaadele AAA-reitingu. See selgitab ka erinevusi Fitchi ja muude reitinguagentuuride antud reitingute vahel. Tuleb märkida, et Fitch ei hinda enam kõiki Saksamaa liidumaid.

Fitchi järgi kajastab AAA-reiting iga ühisemissioonis osaleva Saksamaa liidumaa (kokku seitse) krediidivõimelisust. See põhineb tugeval toetusmehhanismil, mida kohaldatakse föderaalvalitsuse ja kõigi Saksamaa liidumaade suhtes, ning neile kasulikel ulatuslikel likviidsusvahenditel. Sellega tagatakse õigeaegsed maksed ja võrdsustatakse liidumaade krediidivõimelisus. Fitch märgib, et toetusmehhanismi kohaldatakse ühetaoliselt föderaalvalitsuse ja kõigi 16 Saksamaa liidumaa suhtes. Erinevused liidumaade majandus- ja finantstulemustes ei ole olulised, kuna kõigil liidumaadel on finantsraskuste korral võrdne õigus saada föderaalvalitsuselt finantstoetust. Saksamaa liidumaade ühisvõlakirjad on riskivabad ja neid saab kasutada EKP repotehinguteks.

Lisa 4: Dokumendid ja turutavad

Nagu on öeldud punktis 4, tuleks stabiilsusvõlakirjade kasutuselevõtuks määrata kindlaks mitmed väärtpaberite põhitunnused ja turutavad. Need võivad hõlmata järgmist:

– Stabiilsusvõlakirjade emiteerimisel kohaldatav õigus: EFSFi ja EL/EFSMi võlakirju emiteeritakse Inglise õiguse kohaselt, kuid antud juhul võib see leida poliitilist vastuseisu.

– Väärtpaberite tähtajastruktuur: Stabiilsusvõlakirjade rahastamisstrateegia tuleks kindlaks määrata nii, et saaks i) töötada välja võrdlusvõlakirjad ja tekiks baasintressikõver ning ii) optimeerida rahastamiskulusid, kuna mõnes baasintressikõvera segmendis on emiteerimine kulukam kui mujal. Kui lisaks pikema tähtajaga väärtpaberitele emiteeritaks lühiajalisi väärtpabereid, suureneks rahastamise paindlikkus ja sellele juurdepääs oleks oluliselt lihtsam.

– Kupongiintressi tüüp (fikseeritud, muutuv, null, inflatsiooniga seotud): Võrdlusvõlakirja-staatuse väljatöötamise lihtsustamiseks tuleks alguses keskenduda tavapärase struktuuriga väärtpaberitele. See lihtsustaks ka seotud tuletisväärtpaberite (eelkõige optsioonide ja futuuride) väljatöötamist.

– Väärtpaberibörs, millel väärtpaberid noteeritaks: EFSFi ja EL/EFSMi võlakirjad on praegu noteeritud Luksemburgi börsil. Stabiilsusvõlakirjade jaoks võib see börs olla liiga piiratud, kuigi mitmel börsil noteerimisega kaasneksid lisakulud.

– Arveldustavad: Need peavad olema sellised, mis toetaksid vahendite atraktiivsust, nt lühiajaliste väärtpaberite puhul t+1 (et lihtsustada lühiajaliste rahastamiseesmärkide täitmist) ja pikemaajaliste väärtpaberite puhul t+3 (et vähendada arvelduste ebaõnnestumise riski).

– Strateegia investoritebaasi loomiseks ja säilitamiseks: Tuleks luua suhted võimalike investoritega ning sellega seoses tuleks otsustada, kas on vaja moodustada esmasvahendajate rühm, kuidas integreerida jaesektor, jne.

– Ühise tegutsemise klauslite kasutuselevõtt, et tagada menetlus kõigi tulevikus maksevõimega seotud probleemide lahendamiseks.

Kirjandus

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

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

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

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

Bini-Smaghi, L. (2011), European democracies and decision-making in times of crisis. Speech at the Hellenic Foundation for European and Foreign Policy, Poros, 8 July 2011, http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110708.en.html

Boonstra, W.W. (2010), The Creation of a Common European Bond Market, *Cahier Comte Boël*, No. 14, ELEC, April 2010.

Carstensen, K.(2011), Eurobonds, Ausweg aus der Schuldenkrise?, Ifo Institute, http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr-PDFs/PK_20110817_Eurobonds_PPT.pdf

De Grauwe, P. and W. Moesen (2009), Gains for all: a proposal for a common euro bond, *Intereconomics*, May/June 2009, pp.132 – 135.

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

Dübel, H-J. (2011), Partial sovereign bond insurance by the eurozone: A more efficient alternative to blue (Euro-)bonds, CEPS Policy Brief No. 252

EPDA/SIFMA (2009), Towards a Common European T-bill Briefing Note March 2009

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

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

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

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

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

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

Jones, E. (2011), Framing the Eurobond, ISPI Commentary, 1 September 2011

J.P. Morgan (2011), Designing and pricing the gold-plated Stability Bond, Global Fixed Income Markets Weekly, 26 August 2011

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

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

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

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

Schäuble, W. (2010), Schäuble on Eurobonds and fiscal union, interview with Querentin Peel, Financial Times, 5 December 2010, http://video.ft.com/v/698922855001/Sch-uble-on-eurobonds-and-fiscal-union

Juncker, J.C. and G. Tremonti (2010), Stability Bonds would end the crisis, *The Financial Times*, 5 December 2010