EIROPAS KOMISIJA

Briselē, 23.11.2011
COM(2011) 818 galīgā redakcija

ZAĻĀ GRĀMATA

par stabilitātes obligāciju ieviešanas iespējamību

ZAĻĀ GRĀMATA

par stabilitātes obligāciju ieviešanas iespējamību

1. STABILITĀTES OBLIGĀCIJU PAMATOJUMS UN PRIEKŠNOSACĪJUMI[1]

1.1. Priekšvēsture

Zaļās grāmatas mērķis ir uzsākt plašu sabiedrisko apspriešanu par stabilitātes obligāciju koncepciju, ar visām ieinteresētajām personām, t. i., dalībvalstīm, finanšu tirgus dalībniekiem, finanšu tirgus nozares asociācijām, akadēmiķiem ES un ārpus tās robežām, un plašāku sabiedrību, lai Eiropas Komisija varētu rast atbilstošu pieeju šai koncepcijai.

Dokumentā novērtēta valsts obligāciju kopīgas emisijas (turpmāk „kopīga emisija") iespējamība eurozonas dalībvalstīs un vajadzīgie nosacījumi[2]. Eurozonas dalībvalstis pašlaik emitē valsts vērtspapīrus decentralizēti, izmantojot dažādas emisijas procedūras. Šāda kopīgi emitētu stabilitātes obligāciju ieviešana nozīmētu dalībvalstu emitēto valsts vērtspapīru apvienošanu un attiecīgo ienākumu plūsmu un parāda apkalpošanas izmaksu sadalīšanu. Tas būtiski mainītu eurozonas valsts obligāciju tirgus struktūru, kas ir lielākais tirgus segments visā eurozonas finanšu tirgū (sīkāku aprakstu par valsts obligāciju tirgu eurozonā sk. 1. pielikumā).

Dalībvalstis kopīgas emisijas koncepciju pirmo reizi apsprieda pagājušā gadsimta 90. gadu beigās, kad Džovannīni grupa (kas sniedza Komisijai ieteikumus kapitāla tirgus attīstībai saistībā ar euro) publicēja ziņojumu, kurā bija ietverti vairāki iespējamie risinājumi eurozonas valsts parāda vērtspapīru emisijas koordinēšanai[3]. Tirgus dalībnieki 2008. gada septembrī pārskatīja kopīgās emisijas intereses, kad Eiropas Primāro tirgotāju asociācija (*EPDA*) publicēja darba dokumentu — „Kopīga Eiropas valdību obligācija"[4]. Šajā dokumentā tika apstiprināts, ka eurozonas valstu valdību obligāciju tirgi gandrīz 10 gadus pēc euro ieviešanas joprojām ir ļoti sadrumstaloti, un apspriesti kopīgas emisijas ieguvumi un trūkumi. Komisijas dienesti 2009. gadā atkal apsprieda kopīgas emisijas jautājumu EMU@10 ziņojumā.

Valsts parāda krīzes saasināšanās eurozonā ir izraisījusi plašākas debates par kopīgas emisijas iespējamību[5]. Ļoti daudzi politiskie darbinieki, tirgus analītiķi un akadēmiķi ir atbalstījuši kopīgas emisijas ideju kā iespējami efektīvu instrumentu, lai risinātu likviditātes trūkuma problēmas vairākās eurozonas dalībvalstīs. Tāpēc Eiropas Parlaments lūdza

---

1 Sabiedriskajā apspriešanā un literatūrā parasti tiek izmantots termins „euroobligācijas". Komisija uzskata, ka šā instrumenta galvenā iezīme būtu lielāka finanšu stabilitāte eurozonā. Tāpēc saskaņā ar Eiropas Komisijas priekšsēdētāja Ž. M. Barrozu 2011. gada 28. septembra runu par stāvokli Savienībā šajā zaļajā grāmatā izmantots termins „stabilitātes obligācijas".

2 Principā kopīgu emisiju varētu ieviest arī dalībvalstīs, kas neatrodas eurozonā, bet tas būtu saistīts ar valūtas maiņas kursa risku. Dažās dalībvalstīs, kas neatrodas eurozonā, jau lielu daļu obligāciju denominē euro, tāpēc tam nevajadzētu būt lielam šķērslim. Visas ES dalībvalstis varētu būt ieinteresētas stabilitātes obligāciju emisijā, jo īpaši, ja tas palīdzētu samazināt un nodrošināt to finansēšanas izmaksas un pozitīvi ietekmēt ekonomiku visā iekšējā tirgū. No stabilitātes obligācijas aspekta — jo vairāk dalībvalstu piedalās, jo lielākai vajadzētu būt pozitīvajai ietekmei, īpaši attiecībā uz likviditātes pieaugumu.

3 Džovannīni grupa: Ziņojums par koordinētu valsts parāda emisiju eurozonā (2000. gada novembris). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf .

4 Sk. Eiropas Primāro tirgotāju asociācijas Ziņojumu par apsvērumiem saistībā ar kopīgas Eiropas valsts obligācijas iespējamību, http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436.

5 Pārskatu par stabilitātes obligāciju apspriešanas analītisko daļu sk. 2. pielikumā.

Komisijai izpētīt kopīgas emisijas iespējamību tiesību aktu pieņemšanas kontekstā attiecībā uz eurozonas ekonomikas pārvaldību, uzsverot, ka stabilitātes obligāciju kopīgai emisijai būtu nepieciešama arī turpmāka virzība uz kopīgu ekonomikas un fiskālo politiku[6].

Lai gan kopīga emisija parasti tika uzskatīta par ilgtermiņa iespēju, pēdējā laika apspriedēs uzmanība pievērsta iespējamiem īstermiņa ieguvumiem, kas mazinātu spriedzi valsts parādzīmju tirgū. Tāpēc stabilitātes obligāciju ieviešana būtu jāveic nevis ekonomikas un fiskālās konverģences procesa beigās, bet paralēli turpmākai konverģencei, un tā veicinātu nepieciešamās sistēmas izveidošanu un ieviešanu šai konverģencei. Šādai paralēlai pieejai būtu nepieciešama tūlītēja un izlēmīga virzība ekonomikas, finanšu un politikas integrācijas procesā eurozonā.

Stabilitātes obligācijas atšķirtos no pašreizējiem kopīgi emitētajiem instrumentiem. Stabilitātes obligācijas būtu instruments, kas izveidots eurozonas vispārējo valdību ikdienas finansēšanas darījumiem, izmantojot kopīgu emisiju. Tāpēc tās būtu jānošķir no citām kopīgi emitētām obligācijām Eiropas Savienībā un eurozonā, piemēram, ārējā finanšu atbalsta piešķiršanas dalībvalstīm un trešām valstīm[7]. Attiecīgi stabilitātes obligāciju emisijas apjoms būtu daudz lielāks un pastāvīgāks nekā pašreizējo valstu vai kopīgās emisijas veidu apjoms.

Stabilitātes obligāciju emisija varētu būt centralizēta vienotā aģentūrā vai palikt decentralizēta valstu līmenī ar ciešu koordināciju starp dalībvalstīm. Ar stabilitātes obligācijām saistīto ienākumu plūsmu un parāda apkalpošanas izmaksu sadalīšana atspoguļotu attiecīgās dalībvalstu emisijas daļas. Atkarībā no izvēlētās stabilitātes obligāciju emisijas pieejas dalībvalstis varētu uzņemties solidāru atbildību attiecībā uz visām saistītajām parāda apkalpošanas izmaksām vai to daļu, ietverot atbilstošu kredītriska apvienošanu.

Daudzi ar stabilitātes obligāciju ieviešanu saistītie jautājumi attiecas ne tikai uz tehnisko jomu, bet ietver problēmas, kas saistītas ar valstu suverenitāti un ekonomiskās un politiskās integrācijas procesu. Šīs problēmas pieprasa pastiprinātu ekonomikas politikas koordinēšanu un pārvaldību, augstāku ekonomikas konverģences pakāpi un dažos gadījumos — grozījumus Līgumā. Ja valdības uzņemtos lielāku kredītrisku, attiecīgi samazinātos tirgus nepastāvība un arī tirgus disciplīna katrā valstī. Tādējādi fiskālā stabilitāte būtu vairāk atkarīga no politiskajos procesos izveidotās disciplīnas. Tāpat daži priekšnoteikumi stabilitātes obligāciju panākumiem, piemēram, augsta līmeņa politiskā

---

6 Eiropas Parlamenta 2011. gada 6. jūlija Rezolūcijā par finanšu, ekonomikas un sociālo krīzi — ieteikumi veicamajiem pasākumiem un iniciatīvām (2010/2242(INI)) minēts: „13. Aicina Komisiju veikt izpēti par iecerēto euroobligāciju sistēmu, lai noteiktu nosacījumus, pie kādiem šāda sistēma sniegtu labumu visām iesaistītajām dalībvalstīm un eurozonai kopumā; norāda, ka euroobligācijas sniegtu reālu alternatīvu ASV dolāru obligāciju tirgum un veicinātu Eiropas valstu parādu tirgus integrāciju un zemākas aizņēmumu izmaksas, palielinātu likviditāti, uzlabotu budžeta disciplīnu un atbilstību Stabilitātes un izaugsmes paktam (*SIP*), veicinātu koordinētas strukturālās reformas un padarītu kapitāla tirgus stabilākus, tādējādi radot priekšstatu par euro kā globālu "drošu patvērumu"; atgādina, ka kopīgai euroobligāciju emisijai vajadzīga turpmāka virzība uz kopīgu ekonomikas un fiskālo politiku;
14. Tāpēc uzsver — ja tiek emitētas euroobligācijas, to apjoms nedrīkst pārsniegt 60 % no IKP saskaņā ar solidāru atbildību par pirmās kārtas valsts parādu, un tā būtu jāpapildina ar iniciatīvām valsts parāda samazināšanai līdz minētajam līmenim; iesaka par euroobligāciju galveno mērķi izvirzīt valsts parāda mazināšanu, kā arī morālā kaitējuma un spekulāciju ar euro novēršanu; norāda, ka šādu euroobligāciju izmantošanai būtu nepieciešama vienošanās par tādām parāda samazināšanas programmām, kuru rezultātu iespējams novērtēt, un šo programmu īstenošana;".

7 Piem., Komisijas emitētās obligācijas saskaņā ar maksājumu bilances mehānismu/EFSM un Eiropas Finanšu stabilizācijas instrumenta emitētās obligācijas vai emisija, lai finansētu liela apjoma infrastruktūru projektus ar pārrobežu dimensiju (piem., projektu obligācijas, ko, iespējams, emitēs Komisija). Dažādi stabilitātes obligācijām līdzīgi kopīgās emisijas un citu instrumentu veidi ir aprakstīti 3. pielikumā.

stabilitāte un paredzamība vai monetāro iestāžu sniegtā atbalsta apjoms, nesaistās tikai ar tehniskām vajadzībām.

Jebkāda veida stabilitātes obligācijām būtu jāpiemēro ievērojami lielāka fiskālā uzraudzība un politikas koordinācija kā nozīmīgi faktori, lai novērstu bezatbildīgas rīcības risku un nodrošinātu ilgtspējīgas valsts finanses, kā arī veicinātu konkurētspēju un makroekonomikas nelīdzsvarotības samazināšanos.

Tas noteikti ietekmētu fiskālo suverenitāti, kas plaši jāapspriež eurozonas dalībvalstīs.

Tā kā šīs problēmas ir nopietni jāapsver, Komisija ir pieņēmusi šo dokumentu, lai uzsāktu nepieciešamo politiskās apspriešanas un sabiedriskās apspriešanas procesu attiecībā uz stabilitātes obligāciju ieviešanas iespējamību un priekšnoteikumiem.

1.2. Pamatojums

Debates par kopīgu emisiju ir ievērojami palielinājušās kopš euro ieviešanas. Sākotnēji kopīgas emisijas pamatojums bija balstīts galvenokārt uz lielākas tirgus efektivitātes ieguvumiem, kas saistīta ar lielāku likviditāti eurozonas valsts obligāciju tirgū un plašāku eurozonas finanšu sistēmu. Pēdējā laikā pašreizējās valsts parāda krīzes kontekstā galvenais apspriežu temats ir mainījies uz stabilitātes aspektiem. Šajā saistībā galvenie kopīgās emisijas ieguvumi varētu būt šādi:

1.2.1. Pašreizējās krīzes pārvaldība un valsts parāda krīzes novēršana nākotnē

Stabilitātes obligāciju ieviešana varētu samazināt pašreizējo valsts parāda krīzi, jo dalībvalstis ar augstu vērtspapīru ienesīgumu varētu gūt labumu no dalībvalstu ar zemu ienesīgumu lielākas kredītspējas. Lai arī stabilitātes obligāciju ieviešanai būtu vajadzīgs laiks (sk. 2. iedaļu), iepriekšēja vienošanās par kopīgu emisiju varētu ietekmēt tirgus izredzes un tādējādi samazināt vidējās un minimālās finansēšanas izmaksas tām dalībvalstīm, kurās pašlaik ir finansēšanas problēmas. Tomēr, lai jebkura ietekme būtu ilgstoša, kopīgu obligāciju emisijas plānā jāietver paralēlas saistības stiprināt ekonomikas pārvaldību, kas garantētu, ka ir veiktas vajadzīgās budžeta un strukturālās korekcijas, lai nodrošinātu valsts finanšu ilgtspējību.

1.2.2. Finanšu stabilitātes stiprināšana eurozonā

Stabilitātes obligācijas uzlabotu eurozonas finanšu sistēmas noturību attiecībā pret nelabvēlīgu ietekmi nākotnē un tādējādi uzlabotu finanšu stabilitāti. Stabilitātes obligācijas nodrošinātu visām iesaistītajām dalībvalstīm drošāku piekļuvi refinansēšanai, novēršot pēkšņu tirgus piekļuves zaudējumu nepamatotas izvairīšanās no riska un/vai ieguldītāju bara instinkta rīcības dēļ. Attiecīgi stabilitātes obligācijas palīdzētu mazināt tirgus nepastāvību un mazināt vai novērst vajadzību pēc dārgiem atbalsta un glābšanas pasākumiem dalībvalstīs, kurām pagaidām nav pieejas tirgus finansējumam. Šādu obligāciju pozitīvā ietekme ir atkarīga no iespējamas negatīvās ietekmes pārvaldības fiskālajā disciplīnā. Šis jautājums ir sīkāk apskatīts 1.3. un 3. iedaļā.

Eurozonas banku sistēma būtu ieguvēja no stabilitātes obligāciju pieejamības. Bankas parasti uztur lielus valsts obligāciju apjomus, jo tie ir ar zemu risku saistīti, stabili un likvīdi ieguldījumi. Valsts obligācijas noder arī kā likviditātes rezerves, jo tās var pārdot par nosacīti stabilām cenām vai izmantot kā nodrošinājumu refinansēšanas darbībās. Tomēr būtisks iekšējais konflikts ir acīm redzams bankās, kuru turējumā ir valsts parādzīmes, izveidojot nozīmīgu saikni starp to bilancēm un savas valsts bilanci. Ja valsts fiskālā pozīcija ievērojami pasliktinās, nenovēršami tiek ietekmēta pieejamā nodrošinājuma kvalitāte šīs valsts banku sistēmā, tādējādi pakļaujot bankas refinansēšanas riskam gan starpbanku tirgū, gan novērtējot Eurosistēmas iespējas. Stabilitātes obligācijas būtu spēcīgāks nodrošinājuma avots visām

eurozonas bankām, samazinot to atkarību no atsevišķu dalībvalstu kredītreitingiem. Līdzīgi citi institucionālie ieguldītāji (piemēram, dzīvības apdrošināšanas uzņēmumi un pensiju fondi), kas parasti uztur relatīvi lielu daudzumu valsts obligāciju, būtu ieguvēji no tāda viendabīgāka un spēcīgāka aktīva kā stabilitātes obligācija.

1.2.3. Monetārās politikas ieviešanas veicināšana

Stabilitātes obligācijas veicinātu eurozonas monetārās politikas ieviešanu. Valsts parāda krīze ir vājinājusi monetārās politikas ieviešanas kanālu, jo valdības obligāciju ienesīgums ir būtiski novirzījies īpaši nepastāvīgajos tirgos. Dažos galējos gadījumos tirgu darbība tik ļoti pasliktinājās, ka ECB piemēroja vērtspapīru tirgus programmu. Stabilitātes obligācijas izveidotu lielāku drošu un likvīdu aktīvu kopumu. Tas palīdzētu nodrošināt ECB izveidoto monetāro nosacījumu netraucētu un saskaņotu pāreju caur valsts obligāciju tirgu uz uzņēmumu un mājsaimniecību aizņēmumu izmaksām un visbeidzot uz kopējo pieprasījumu.

1.2.4. Tirgus efektivitātes uzlabošana

Stabilitātes obligācijas veicinātu eurozonas valsts obligāciju tirgus un plašākas eurozonas finanšu sistēmas efektivitāti. Stabilitātes obligāciju emisija būtu iespēja izveidot plašu tirgu ar augstu likviditāti ar vienotu etalona ienesīgumu salīdzinājumā ar pašreizējo situāciju, kad dalībvalstīs pastāv atšķirīgi etaloni. Stabilitātes obligāciju tirgus likviditāte un augstā kredītkvalitāte nodrošinātu zemus etalona ienesīgumus, attiecīgi radot zemu kredītrisku un likviditātes prēmijas (sk. 1. izcēlumu). Viens „bezriska" stabilitātes obligāciju etalona ienesīgumu kopums visā parāda atmaksāšanas termiņa jomā palīdzētu izveidot plašāku obligāciju tirgu, veicinot nevalstisko emitentu, piemēram, korporāciju, pašvaldību un finanšu uzņēmumu, emisiju. Likvīda eurozonas etalona pieejamība veicinātu arī daudzu euro valūtā denominēto atvasināto finanšu instrumentu tirgu darbību. Stabilitātes obligāciju ieviešana varētu būt papildu katalizators Eiropas vērtspapīru norēķinu integrēšanā paralēli plānotajai ECB „Target 2 Securities" (T2S) — Eiropas vienotās norēķinu platformas ieviešanai un iespējamai turpmākai regulējošai darbībai ES līmenī. Šādos dažādos veidos stabilitātes obligāciju ieviešana varētu samazināt finansēšanas izmaksas eurozonas publiskajā un privātajā sektorā un tādējādi stiprināt ilgāka termiņa ekonomikas izaugsmes iespējas.

1. izcēlums Gaidāmais stabilitātes obligāciju ienesīgums — empīrisks atbalsts

Stabilitātes obligāciju ieviešana varētu palielināt likviditāti eurozonas valstu valdību obligāciju tirgos, tādējādi samazinot likviditātes prēmiju, ko ieguldītāji netieši iekasē par valsts obligācijām. Šajā izcēlumā mēģināts aprēķināt, cik lieli varētu būt izmaksu ietaupījumi ar zemāku likviditātes prēmiju. Otrs stabilitātes obligāciju gaidāmā ienesīguma komponents — iespējamā kredītriska prēmija — ir izrādījies pretrunīgāks. Stabilitātes obligāciju likviditāte un kredīta prēmijas būtu ļoti atkarīgas no šo obligāciju izvēlētā veida un garantiju struktūras.

Vairākās empīriskās analīzēs ir salīdzināts hipotētiskais kopīgi emitēto obligāciju ienesīgums ar vidējo pastāvošo obligāciju ienesīgumu. Šajās analīzēs izmantots pieņēmums, ka kopīga emisija neietver ne likviditātes prēmijas pazeminināšanos, ne jebkādu kredītriska palielināšanos salīdzinājumā ar dalībvalstu vidējiem reitingiem. *Carstensen* (2011. gadā), vienkārši salīdzinot vidējās dalībvalstu procentu likmes, aprēķināja, ka kopīgo obligāciju ienesīgums būtu 2 procentpunktus augstāks nekā Vācijas „Bund" ienesīgums 10 gados. Citā kalkulācijā (*Assmann, Boysen-Hogrefe* (2011. gadā)) tika secināts, ka ienesīguma atšķirība attiecībā pret Vācijas „Bunds" būtu no 0,5 līdz 0,6 procentpunktiem. Attiecīgi jāsecina, ka fiskālie mainīgie ir galvenie valsts obligāciju ienesīguma starpības noteicēji. Fiskālā ziņā eurozonu kopumā var salīdzināt ar Franciju; tāpēc kopīgo obligāciju ienesīgums kopumā varētu būt līdzīgs Francijas obligācijām. *J. P. Morgan* analīzē (2011. gadā), kurā izmantota salīdzinošā pieeja, aprēķināts līdzīgs rādītājs — aptuveni no 0,5 līdz 0,6 procentpunktiem. Sīkākā analīzē par šo tematu, ko veica Francijas banka *NATIXIS* (2011. gadā), aprēķināts, ka kopīgo obligāciju cena varētu būt aptuveni 20 bāzes punktus augstāka par pašreizējām AAA reitinga obligācijām. *Favero* un *Missale* (2010. gadā) apgalvo, ka ASV ienesīgumi, kas koriģēti, ņemot vērā valūtas maiņas kursa prēmiju, ir labs etalons kopīgo obligāciju ienesīgumam, jo šādu obligāciju mērķis būtu pielīdzināt eurozonas obligāciju tirgus ASV tirgum kredītriska un likviditātes ziņā. Viņi uzskata, ka pirms finanšu krīzes Vācijas ienesīgums bija par 40 bāzes punktiem zemāks nekā ASV valdības obligācijām, kas atbilst likviditātes palielināšanai, kopīgi emitējot obligācijas ar tādiem pašiem nosacījumiem kā ASV obligācijas.

Lai novērtētu sasniedzamo likviditātes prēmijas ieguvumu, Komisija ir veikusi statistikas analīzi par visām valsts obligāciju emisijām eurozonā kopš 1999. gada. Emisijas apjoms ir izmantots kā aptuvena vērtība (tā kā tas ir visplašāk pieejamais rādītājs, kaut arī tas varētu pārāk zemu novērtēt iespējamo likviditātes prēmijas ieguvumu) tam, cik likvīda ir obligāciju emisija, un koeficients regresijā nosaka gaidāmo ieguvumu no obligāciju emisijas lielākos apjomos[8]. Pirmais modelis ir aprēķināts, izmantojot datus par AAA reitinga eurozonas dalībvalstīm (tabulā apzīmējums „AAA"), un otrais modelis ir aprēķināts, izmantojot datus par visām pieejamajām eurozonas dalībvalstīm (apzīmējums „AA"). Otrajā modelī novērtēts arī katras emisijas reitings. Izskatās, ka visi koeficienti ir nozīmīgi konvencionālā līmenī, un 70 līdz 80 % no variācijas apjoma var izskaidrot ar aplēsēm.

Table: Model estimates and expected change in yield due to lower liquidity premium

	Historical average 1999-2011			*2011 market conditions*		
	DE	AAA	AA	DE	AAA	AA
Yield (%) – model based	3.68	3.63	3.87	1.92	2.43	2.63
Yield change with US market size	-0.07	-0.09	-0.17	-0.07	-0.17	-0.17

Lai palielinātu likviditātes prēmiju, koeficienti modeļa kalkulācijā tika izmantoti, lai simulētu iespējamu to obligāciju ienesīgumu kritumu, kas emitētas vidējā ASV emisijas apjomā, nevis vidējā eurozonas emisijas apjomā. Tāpēc ASV emisijas apjoms noder kā pieņēmums par to, cik stabilitātes obligāciju tirgus varētu kļūt likvīds. Veicot pirmo kalkulāciju, likviditātes pieaugums tika aprēķināts no vidējā vēsturiskā „portfeļa" ienesīguma kopš 1999. gada. Salīdzinājumam tie paši aprēķini tika veikti, izmantojot tirgus apstākļus 2011. gada vasarā.

[8] Emisijas apjomi, kas reģistrēti „Dealogic", ir pielāgoti, lai piemērotu attiecīgo emisiju apjomu līdzīgam parāda atmaksāšanas un nokārtošanas termiņam. Lai novērstu atšķirības no laika atkarīgos tirgus nosacījumos, ir ieviesti kontroles mainīgie procentu likmes līmeņa (2 gadu mijmaiņas darījumu likme) un termiņstruktūras (atšķirība starp 10 gadu un 2 gadu mijmaiņas darījumu likmēm) ietekmei, kas dominē katras emisijas brīdī.

Tabulas otrajā rindā norādīts, ka ienesīguma pieaugums eurozonā lielāka emisijas apjoma dēļ būtu no 10 līdz 20 bāzes punktiem atkarībā no sasniegtā kredītreitinga, un šis aprēķins daudz neatšķiras, izmantojot vēsturiskus vai pašreizējos tirgus apstākļus. Attiecīgais ienesīguma pieaugums Vācijā būtu aptuveni 7 bāzes punkti. Simulācijās pierādās, ka gaidītais likviditātes prēmijas pieaugums ir diezgan ierobežots un tas pat samazinās dalībvalstīs, kurās jau ir augstākais reitings.

Lai arī ir pašsaprotams, ka dalībvalstis, kurās pašlaik ir augsti ienesīgumi, gūtu labumu no kopīgu obligāciju radītās kredītriska apvienošanas, kā arī lielākas likviditātes, dalībvalstis, kurās pašlaik ir zems ienesīgums, varētu sasniegt augstākus ienesīgumus bez jebkādiem kredītriska uzlabojumiem pašreizējiem emitentiem ar augstu ienesīgumu. Principā kompensējoši blakus maksājumi varētu pārdalīt ar likviditātes prēmiju saistītos ieguvumus, bet bez labākas pārvaldības kopējā eurozonas parāda kredītkvalitāte faktiski varētu pasliktināties vājākas tirgus disciplīnas dēļ līdz tādam līmenim, ka dalībvalstīs, kurās pašreiz ir zems ienesīgums, palielinātos finansēšanas izmaksas.

1.2.5. Euro lomas stiprināšana pasaules finanšu sistēmā

Stabilitātes obligācijas atbalstītu ieguldījumu portfeļus euro valūtā un izveidotu līdzsvarotāku pasaules finanšu sistēmu. ASV Valsts kases tirgus un viss eurozonas valsts obligāciju tirgus apjoma ziņā ir līdzīgi, bet euro valūtā denominētās emisijas sadrumstalotība nozīmē, ka ir pieejami daudz lielāki ASV Valsts kases obligāciju apjomi nekā jebkura atsevišķa valsts emitenta obligācijas eurozonā. Vidēji kopš 1999. gada 10 gadu ASV Valsts kases obligāciju emisijas apjoms ir bijis gandrīz divreiz lielāks nekā „Bund" un vēl lielāks salīdzinājumā ar jebkuras citas ES dalībvalsts emitēto obligāciju apjomu. Saskaņā ar pieejamajiem datiem tirdzniecības apjomi ASV Valsts kases skaidras naudas tirgū arī ir daudz lielāki salīdzinājumā ar atbilstošajiem apjomiem eurozonas tirgū, kur likviditāte ir pārgājusi uz atvasināto finanšu instrumentu segmentu. Augsta likviditāte ir viens no faktoriem, kas stiprina ASV Valsts kases prominento un priviliģēto lomu pasaules finanšu sistēmā (kuru balsta ASV dolārs kā vienīgā starptautisko rezervju valūta), tādējādi piesaistot institucionālos ieguldītājus. Attiecīgi lielāki emisijas apjomi un likvīdāki sekundārie tirgi saistībā ar stabilitātes obligāciju emisiju stiprinātu euro kā starptautisko rezervju valūtas pozīciju.

1.3. Priekšnosacījumi

Lai arī stabilitātes obligācijas ievērojami uzlabotu finanšu stabilitāti un ekonomikas efektivitāti, būtu jāapsver iespējamās negatīvās puses. Tāpēc jāizpilda būtiski ekonomiski, tiesiski un tehniski priekšnosacījumi. Šie priekšnosacījumi, kas varētu ietvert grozījumus Līgumā un būtiskas korekcijas EMS un Eiropas Savienības institucionālajā uzbūvē, ir aprakstīti turpmāk.

1.3.1. Bezatbildīgas rīcības riska mazināšana

Stabilitātes obligācijas nedrīkst samazināt budžeta disciplīnu starp eurozonas dalībvalstīm. Būtiska iezīme laikposmā kopš euro ieviešanas ir bijusi budžeta politikas tirgus disciplīnas nepastāvība dalībvalstīs, kas ieviesušas euro. Augsts eurozonas obligāciju ienesīgumu konverģences līmenis pirmajā desmitgadē pēc euro ieviešanas, atskatoties pagātnē, nebija pamatots ar dalībvalstu budžeta rādītājiem. Kopš 2009. gada notika strauja korekcija, kas, iespējams, daļēji tika pārspīlēta. Neskatoties uz šo nepastāvību, pēdējā laika pieredze liecina, ka tirgi var disciplinēt valstu budžeta politikas eurozonā. Ar dažiem stabilitātes obligāciju veidiem šāda disciplīna tiktu samazināta vai pavisam likvidēta, jo eurozonas dalībvalstis uzkrātu kredītrisku visam savam valsts parādam vai tā daļai, ietverot bezatbildīgas rīcības risku. Ar kopīgo emisiju saistītais bezatbildīgas rīcības risks rodas tāpēc, ka kredītrisku, ko rada atsevišķu dalībnieku fiskālās disciplīnas trūkums, uzņemtos visi dalībnieki.

Tā kā stabilitātes obligāciju emisija var vājināt tirgus disciplīnu, būtu jāievieš būtiskas izmaiņas eurozonas ekonomikas pārvaldības sistēmā. Būtu jāveic papildu drošības pasākumi, lai nodrošinātu stabilu publiskā sektora finanšu stāvokli. Šie drošības pasākumi būtu jābalsta ne tikai uz budžeta disciplīnu, bet arī uz ekonomikas konkurētspēju (sk. 3. iedaļu). Lai arī jaunas ekonomikas pārvaldības paketes izveidošana jau ir būtisks drošības pasākums, kas saskaņā ar 136. pantu tiks stiprināts ar jaunām regulām[9], saistībā ar stabilitātes obligāciju var būt nepieciešami papildu pasākumi, jo īpaši, ja jāiesaista kredītriska apvienošana. Ja stabilitātes obligācijas tiktu ieviestas kā līdzeklis, lai apietu tirgus disciplīnu, to akceptēšana no dalībvalstu un ieguldītāju puses būtu apšaubāma.

Lai gan atbildīgas, uz stabilitāti orientētas politikas veidošanas pamats ir piesardzīga fiskālā politika labvēlīgos laikos un ātra jebkādu tās noviržu korekcija, pieredze rāda, ka plašākai makroekonomiskajai nelīdzsvarotībai, tostarp konkurētspējas zudumam, var būt ievērojama negatīva ietekme uz publiskā sektora finanšu stāvokli. Tādēļ līdz ar stabilitātes obligāciju ieviešanu nepieciešamā stingrākā politikas koordinēšana jāpiemēro arī attiecībā uz nelabvēlīgas makroekonomiskās nelīdzsvarotības nepieļaušanu un novēršanu.

Augstas kredītkvalitātes sasniegšana un nodrošināšana, lai visas dalībvalstis gūtu labumu no stabilitātes obligācijām

Stabilitātes obligācijām būtu jābūt augstai kredītkvalitātei, lai ieguldītāji tās akceptētu. Stabilitātes obligācijas būtu jāizveido un jāemitē tā, lai ieguldītāji tās uzskatītu par ļoti drošu ieguldījumu. Attiecīgi stabilitātes obligāciju akceptēšanai un panākumiem ļoti noderētu pēc iespējas augstāks reitings. Zemākam reitingam varētu būt negatīva ietekme uz to cenu (augstāks ienesīgums nekā parasti) un ieguldītāju vēlmi veikt pietiekami lielu emisijas apjomu. Tas īpaši būtu raksturīgs dalībvalstīs, kurās turpinātos valsts AAA obligāciju emisija un attiecīgi tās pastāvētu vienlaicīgi ar stabilitātes obligācijām un konkurētu ar tām. Augsta kredītkvalitāte būtu vajadzīga arī, lai izveidotu stabilitātes obligācijas kā starptautisku etalonu un liktu pamatu attiecīgo nākotnes un iespēju tirgu izveidošanai un efektīvai darbībai.[10] Tāpēc stabilitātes obligāciju uzbūvei būtu jābūt pietiekami pārredzamai, lai ļautu ieguldītājiem noteikt atbilstīgo garantiju cenu. Citādi pastāv risks, ka ieguldītāji ar skepsi uzņemtu jauno instrumentu un ienesīgumi būtu ievērojami augstāki nekā pašreizējie ienesīgumi dalībvalstīs ar augstāku kredītvērtību.

Augstas kredītkvalitātes sasniegšana ir svarīga arī, lai nodrošinātu stabilitātes obligāciju akceptēšanu visās eurozonas dalībvalstīs. Viens no galvenajiem jautājumiem: kā riski un ieguvumi ir sadalīti pa dalībvalstīm. Daži stabilitātes obligāciju veidi nozīmētu, ka dalībvalstīs, kuru kredītreitings pašreiz ir zem vidējā rādītāja, varētu pazemināties finansēšanas izmaksas, bet dalībvalstīs, kurām jau ir augsts kredītreitings, var rasties pat neto zaudējumi, ja riska apvienošanas ietekme būtu lielāka par pozitīvo ietekmi uz likviditāti. Attiecīgi, lai iegūtu atbalstu stabilitātes obligācijām dalībvalstīs, kurās jau ir AAA reitingi, būtu jānodrošina atbilstoša augsta jaunā instrumenta kredītkvalitāte, lai nepalielinātos to parāda finansēšanas izmaksas. Kā jau paskaidrots iepriekš, arī tas būtu atkarīgs no bezatbildīgas rīcības riska veiksmīgas samazināšanas. Stabilitātes obligāciju akceptēšanu tālāk

---

9 Priekšlikums Eiropas Parlamenta un Padomes Regulai par kopīgiem noteikumiem budžeta plānu projektu pārraudzībai un novērtēšanai, un pārmērīga budžeta deficīta novēršanai eurozonas dalībvalstīs; Priekšlikums Eiropas Parlamenta un Padomes Regulai par kopīgiem noteikumiem budžeta plānu projektu pārraudzībai un novērtēšanai, un pārmērīga budžeta deficīta novēršanai eurozonas dalībvalstīs.

10 Pieredze ar EFSM obligāciju reitingu ir parādījusi, ka obligācijas reitings, kas pārsniedz vidējās iesaistīto dalībvalstu izveidotās garantijas, tika sasniegts ar dažādiem instrumentiem, piemēram, skaidras naudas rezervēm, zaudējumus nosedzošo kapitālu un spēcīgām emisijas apjoma garantijām. Lai arī šos pasākumus EFSM gadījumā bija sarežģīti pārvaldīt, tie var izrādīties noderīgi stabilitātes obligācijas kredītreitinga stiprināšanai.

nodrošinātu mehānisms, lai pārdalītu dažus finansēšanas ieguvumus starp dalībvalstīm ar augstāku un zemāku reitingu (sk. 2. izcēlumu).

Stabilitātes obligāciju kredītreitings galvenokārt būtu atkarīgs no iesaistītās dalībvalsts kredītkvalitātes un atbilstīgās garantiju struktūras[11].

- Ar *atsevišķām (ne kopīgām) garantijām* katra garantējošā dalībvalsts būtu atbildīga par savu saistību daļu attiecībā uz stabilitātes obligācijām saskaņā ar konkrētu iemaksu sadalījumu[12]. Pieņemot, ka dalībvalstis turpinātu iegūt konkrētus reitingus, lielas dalībvalsts rādītāju pazeminināšanās, visticamāk, radītu attiecīgu stabilitātes obligāciju rādītāju pazeminināšanos, lai arī tas ne vienmēr ietekmētu citu dalībvalstu reitingu. Pašreizējos apstākļos, kad ir tikai sešas AAA eurozonas dalībvalstis, stabilitātes obligācijai ar šo garantiju struktūru visticamāk netiktu piešķirts AAA kredītreitings un tā varētu pat tikt novērtēta līdzvērtīgi dalībvalstij ar viszemāko reitingu, izņemot, ja īstenota kredīta kvalitātes uzlabošana.
- Ar *atsevišķām (ne kopīgām) garantijām, ko papildina priekšrocība un nodrošinājums*, katra garantējošā dalībvalsts atkal atgūtu savu daļu no stabilitātes obligācijas emisijas. Tomēr, lai nodrošinātu, ka stabilitātes obligācijas vienmēr tiktu atmaksātas, arī saistību nepildīšanas gadījumā, dalībvalstis varētu apsvērt vairākus kredīta kvalitātes uzlabojumus. Pirmkārt, stabilitātes obligāciju emisijai varētu piemērot priekšrocības statusu. Otrkārt, stabilitātes obligācijas varētu daļēji nodrošināt (piemēram, izmantojot skaidru naudu, zeltu, valsts uzņēmumu akcijas utt.). Treškārt, varētu rezervēt konkrētas ienākumu plūsmas, lai nosegtu ar stabilitātes obligācijām saistītās parāda apkalpošanas izmaksas. Tā rezultātā stabilitātes obligācijas sasniegtu AAA reitingu, lai arī dalībvalstīs ar mazāku kredītvērtību valsts obligāciju reitings, visticamāk, attiecīgi pazeminātos.
- Ar *solidārām garantijām* katra garantējošā dalībvalsts būtu atbildīga ne tikai par savu stabilitātes obligāciju emisijas daļu, bet arī par jebkuras citas dalībvalsts daļu, kas neievēro savas saistības[13]. Pat ar šo garantiju struktūru nevar pilnībā izslēgt, ka stabilitātes obligāciju reitings var ciest, ja ierobežots skaits dalībvalstu ar AAA reitingu būtu vajadzīgs, lai garantētu ļoti lielas citu zemāka reitinga dalībvalstu saistības. Pastāv arī risks, ka ārkārtas situācijā varētu pazemināties visi reitingi kopā, piemēram, reitinga pazemināšanās dalībvalstī ar augstāko AAA reitingu varētu izraisīt stabilitātes obligācijas reitinga pazemināšanos, kas savukārt varētu nelabvēlīgi ietekmēt citu iesaistīto dalībvalstu kredītreitingus. Attiecīgi būtu svarīgi izveidot atbilstošus drošības pasākumus, lai ar spēcīgu ekonomikas pārvaldības sistēmu (un iespējamu stabilitātes obligāciju priekšrocību pār valsts obligācijām, ja tādas turpina pastāvēt) nodrošinātu budžeta disciplīnu starp iesaistītajām dalībvalstīm.

2. izcēlums Iespējama finansējuma ieguvumu pārdalīšana starp dalībvalstīm

Ar stabilitātes obligāciju ar kopīgām garantijām emisiju saistīto bezatbildīgas rīcības risku varētu mazināt ar mehānismu, kurā pārdala dažus stabilitātes obligāciju emisijas finansēšanas ieguvumus starp augstāka un zemāka reitinga dalībvalstīm. Šāds mehānisms piešķirtu stabilitātes obligāciju emisijai izdevīgu stāvokli visās eurozonas dalībvalstīs. Lai to parādītu, šeit aprakstīts iedomāts piemērs, izmantojot divas dalībvalstis:

---

11 Šajā iedaļā termini „atsevišķa garantija” un „solidāra garantija” izmantoti ekonomikas nozīmē, kas var neatbilst to juridiskajam definējumam.

12 Tāds kā ES budžets vai ECB kapitāla sistēma.

13 Tomēr šādos apstākļos iesaistītajām dalībvalstīm būtu prasījuma tiesības pret dalībvalsti, kas nav izpildījusi saistības.

Abu dalībvalstu valsts parāds ir aptuveni EUR 2 miljardi, bet A dalībvalsts maksā ienesīgumu 2 %, savukārt B dalībvalsts maksā ienesīgumu 5 % par valsts emisiju ar 5 gadu atmaksāšanas termiņu. Stabilitātes obligāciju emisija pilnībā finansētu abas dalībvalstis ar 5 gadu atmaksāšanas termiņu un procentu likmi 2 %. Stabilitātes obligāciju emisijas pārdale būtu 50 % katrai dalībvalstij.

Daļu no finansējuma ieguvuma B dalībvalstij no stabilitātes obligāciju emisijas varētu pārdalīt A dalībvalstij. Piemēram, 100 bāzes punktu atlaidi A dalībvalstij varētu finansēt no B dalībvalsts 300 bāzes punktu prēmijas. Attiecīgi stabilitātes obligācijas varētu finansēt A dalībvalsti ar ienesīgumu 1 % un B dalībvalsti ar ienesīgumu 3 %. Abām dalībvalstīm būtu zemākas finansējuma izmaksas attiecībā uz valsts emisiju.

Lieki piebilst, ka stabilitātes obligāciju emisijas ieguvumu iekšējās sadales mehānisms būtu jāformulē, bet tas būtu saistīts ar attiecīgo budžeta situāciju eurozonas ekonomikas pārvaldības sistēmas kontekstā.

1.3.2. Atbilstības nodrošināšana ar ES Līgumu

Atbilstība ES Līgumam ir svarīga, lai nodrošinātu veiksmīgu stabilitātes obligāciju ieviešanu. Pirmkārt, ar stabilitātes obligācijām nedrīkst pārkāpt Līgumā noteikto aizliegumu „izslēgt" dalībvalstis. Stabilitātes obligāciju atbilstība pašreizējiem Līguma noteikumiem ir atkarīga no konkrētā izvēlētā obligāciju veida. Dažiem obligāciju veidiem būtu nepieciešami grozījumi attiecīgajos Līguma noteikumos. Līguma par Eiropas Savienības darbību (LESD) 125. pantā dalībvalstīm ir noteikts aizliegums uzņemties citas dalībvalsts saistības.

Stabilitātes obligāciju emisija ar solidārām garantijām varētu *a priori* izraisīt situāciju, kurā tiktu pārkāpts izslēgšanas aizliegums. Šādā situācijā dalībvalstij būtu jāuzņemas atbildība neatkarīgi no tās parastās ieguldījumu sistēmas, ja cita dalībvalsts nevarētu izpildīt savas finanšu saistības. Tādā gadījumā būtu jāizdara grozījums Līgumā. To varētu izdarīt, izmantojot vienkāršāku procedūru, ja eurozonas kopējā parāda pārvaldības birojs būtu izveidots, izmantojot starpvaldību sistēmu, bet, visticamāk, būtu jāizmanto parastā procedūra, ja tas ir tieši pakļauts ES tiesību aktiem, jo tas paplašinātu ES kompetenci. Ja vien Līgumā nav izveidots konkrēts princips, uz ES tiesību aktiem balstītā pieejā būtu jāizmanto LESD 352. pants, kurā noteikts, ka Padome var pieņemt lēmumu vienbalsīgi un tai jāsaņem Eiropas Parlamenta piekrišana. Stabilitātes obligāciju emisija un spēcīgāka ekonomiskā un fiskālā koordinācija, kas nepieciešama, lai nodrošinātu to panākumus, visticamāk, liktu veikt būtiskas izmaiņas arī daudzu dalībvalstu valsts tiesību aktos[14].

Stabilitātes obligāciju emisija ar atsevišķām, nevis kopīgām garantijām būtu iespējama saskaņā ar esošajiem Līguma noteikumiem. Piemēram, ievērojami paaugstinot Eiropas stabilizācijas mehānismā atļauto aizdevuma apjomu un izmainot aizdevumu nosacījumus ar mērķi ļaut vēlreiz aizdot tirgos aizņemtās summas visām eurozonas dalībvalstīm, izveidotos situācija, kas varētu atbilst LESD 125. pantam, ja to ieguldījumu *pro-rata* raksturs, kas piesaistīti Eiropas stabilizācijas mehānismam, saglabātos nemainīgs. Tas pats attiektos uz iespējama kopīgā parāda pārvaldības biroja emisiju, kura saistības paliktu stingri *pro-rata* ierobežotas.

Līgums būtu jāgroza arī tad, ja tiktu paredzēta daudz ierobežojošāka eurozonas ekonomikas pārvaldības sistēma. Atkarībā no konkrētām stabilitātes obligāciju īpašībām

[14] Piemēram, Vācijas Konstitucionālās tiesas 2011. gada 7. septembra spriedumā noteikts aizliegums Vācijas likumdošanas iestādei izveidot pastāvīgu mehānismu, kura rezultātā „tiktu izveidotas saistības attiecībā uz citu dalībvalstu brīvprātīgiem lēmumiem, īpaši, ja tiem ir sekas, kuru ietekmi ir grūti aprēķināt." Tas nosaka arī to, ka arī starpvaldību pārvaldības sistēmā Parlamentam jāsaglabā kontrole pār būtiskiem budžeta politikas lēmumiem.

būtu jāstiprina fiskālā un ekonomikas pārvaldība un uzraudzība iesaistītajās dalībvalstīs, lai novērstu bezatbildīgas rīcības riska rašanos. Turpmākas kvalitatīvas izmaiņas pārvaldībā papildus 23. novembra paketē ietvertajiem ieteikumiem, iespējams, liks izdarīt grozījumus Līgumā. Šie pastiprinātās fiskālās pārvaldības risinājumi sīkāk aprakstīti 3. iedaļā.

2. STABILITĀTES OBLIGĀCIJU EMISIJAS IESPĒJAS

Ir izveidoti daudzi priekšlikumi, kā būtu iespējams veikt stabilitātes obligāciju emisiju, īpaši kopš eurozonas valdību krīzes sākuma. Tomēr šos risinājumus var vispārēji iedalīt trīs plašās pieejās, balstoties uz valsts emisijas aizstāšanas līmeni (pilnīgu vai daļēju) un saistītās garantijas raksturu (solidāra vai atsevišķa garantija). Trīs plašās pieejas ir šādas[15]:

(1) stabilitātes obligāciju emisija pilnībā aizstāj valsts obligāciju emisiju ar solidārām garantijām;

(2) stabilitātes obligāciju emisija daļēji aizstāj valsts obligāciju emisiju ar solidārām garantijām; un

(3) stabilitātes obligāciju emisija daļēji aizstāj valsts obligāciju emisiju ar atsevišķām, nevis kopīgām garantijām.

Šajā iedaļā visas trīs pieejas ir novērtētas, ņemot vērā 1. iedaļā minētos ieguvumus un priekšnosacījumus.

2.1. 1. pieeja: Stabilitātes obligāciju emisija ar solidārām garantijām pilnībā aizstāj valsts obligāciju emisiju

Saskaņā ar šo pieeju eurozonas valsts finansējumu pilnībā aizstātu stabilitātes obligāciju emisija un valsts obligācijas vairs netiktu emitētas. Lai arī dalībvalstis varētu decentralizēti emitēt stabilitātes obligācijas, izmantojot koordinētu procedūru, efektīvāk būtu izveidot vienotu eurozonas parāda aģentūru[16]. Šī centralizētā aģentūra emitētu stabilitātes obligācijas tirgū un sadalītu ieņēmumus dalībvalstīm, balstoties uz to atbilstīgajām finanšu vajadzībām. Tādā pašā veidā aģentūra apkalpotu stabilitātes obligācijas, iekasējot no dalībvalstīm procentu maksas un galvenās maksas. Stabilitātes obligācijas tiktu emitētas ar solidārām garantijām, ko nodrošina visas eurozonas dalībvalstis, ietverot sava kredītriska apvienošanu. Ņemot vērā garantiju solidāro raksturu, lielāko eurozonas dalībvalstu kredītreitings, visticamāk, būtu galvenais, nosakot stabilitātes obligāciju reitingu, pieņemot, ka sākotnēji emitētajām stabilitātes obligācijām varētu būtu augsts kredītreitings. Tomēr būtu sīkāk jāizanalizē ar stabilitātes obligācijām saistīto krustoto garantiju uzbūve un saistība ar kredītreitingu un ienesīgumiem.

Izmantojot šo pieeju, būtu visefektīvākie ieguvumi no stabilitātes obligāciju emisijas. Stabilitātes obligāciju emisija, kas pilnībā aizstāj valsts obligāciju emisiju, nodrošinātu pilnīgu refinansēšanu visās dalībvalstīs, neatkarīgi no to valsts finanšu stāvokļa. Šādā veidā tiktu atrisināts pašreizējais nopietnais likviditātes trūkums dažās dalībvalstīs un novērsta šāda trūkuma atkārtošanās nākotnē. Šī pieeja izveidotu arī ļoti plašu un viendabīgu stabilitātes obligāciju tirgu ar būtiskiem ieguvumiem saistībā ar likviditāti un samazinātu likviditātes riska prēmiju. Jaunās stabilitātes obligācijas kļūtu par kopēju eurozonas etalona obligāciju un tādējādi izveidotu efektīvāku atsauces sistēmu riska novērtēšanai visā eurozonas finanšu

---

15 Ir iespējama arī ceturtā pieeja, kas ietver stabilitātes obligācijas, kuras pilnībā aizstāj valsts obligācijas, un atsevišķas, nevis kopīgas garantijas, bet tā nav ņemta vērā, jo tā faktiski neatšķirtos no pašreizējiem emisijas pasākumiem. Turklāt varētu pieņemt krustotus gadījumus, piemēram, vairākas garantijas parāda obligācijām kopā ar ierobežotu kopīgo garantiju, lai nosegtu īstermiņa likviditātes trūkumus.

16 Pārskatu par centralizētas un decentralizētas emisijas ieguvumiem un trūkumiem sk. 4. iedaļā.

sistēmā. Nodrošinot ar valdību saistītu augstas kvalitātes nodrošinājumu finanšu iestādēm visās dalībvalstīs, tiktu palielināti ieguvumi no kopīgās emisijas, uzlabojot eurozonas finanšu sistēmas elastīgumu un monetārās politikas transmisiju. Izmantojot šo pieeju, emitētās stabilitātes obligācijas nodrošinātu arī pasaules finanšu sistēmai otru drošu tirgu, kura apjomu un likviditāti varētu salīdzināt ar ASV Valsts kases tirgu un kas tādējādi būtu efektīvākais līdzeklis euro starptautiskās lomas stiprināšanā.

Tajā pašā laikā šī pieeja ietvertu vislielāko bezatbildīgas rīcības risku. Dalībvalstis varētu efektīvi izvēlēties citu dalībvalstu disciplīnas bez jebkādām saistībām attiecībā uz savām finansēšanas izmaksām. Attiecīgi šī pieeja būtu jāpapildina ar ļoti spēcīgu sistēmu, kas nodrošinātu budžeta disciplīnu, ekonomisko konkurētspēju un makroekonomiskās nelīdzsvarotības samazināšanu valstu līmenī. Šādai sistēmai būtu nepieciešama ievērojama turpmāka ekonomiskā, finanšu un politiskā integrācija salīdzinājumā ar pašreizējo situāciju. Bez šādas sistēmas ir maz ticams, ka šī ambiciozā stabilitātes obligāciju emisijas pieeja dotu rezultātus, kas būtu pieņemami dalībvalstīm un ieguldītājiem. Ņemot vērā stabilitātes obligāciju solidārās garantijas un stingrību, kas nepieciešama atbilstīgajā budžeta disciplīnas un ekonomiskās konkurētspējas sistēmā, šī pieeja stabilitātes obligāciju emisijai gandrīz noteikti paredzētu izdarīt grozījumus Līgumā.

Izmantojot šo pieeju, būtu jānosaka valsts parāda perimetrs, ko emitē ar stabilitātes obligācijām. Vairākās dalībvalstīs obligācijas emitē ne tikai centrālā valdība, bet arī reģionu valdības un pašvaldības[17]. Principā varētu pieļaut arī šādu emisiju ne tikai valsts līmenī. Acīm redzama priekšrocība būtu potenciālo ieguvumu paplašināšana tirgus stabilitātes, likviditātes un integrācijas jomā. Šī pieeja būtu saskaņā arī ar ES pieeju budžeta uzraudzībai, kas ietver visu valsts parādu un budžeta deficītus kopumā. No otras puses, tikai centrālo valdību veikta emisija būtu pārredzamāka un drošāka. Centrālās valdības datus parasti ir vieglāk novērtēt, kas ne vienmēr ir iespējams pašvaldību gadījumā. Turklāt emisija nosegtu tikai tos budžeta deficītus, ko pilnībā kontrolē centrālās valdības. No tīra tirgus viedokļa šādas stabilitātes obligācijas aizstātu tikai plaši zināmās centrālās valdības obligācijas, kas atvieglotu jauno stabilitātes obligāciju novērtēšanu[18].

Pakāpeniskas ieviešanas procesu saskaņā ar šo pieeju varētu organizēt dažādi atkarībā no vēlamā ieviešanas tempa. Izmantojot paātrinātu pakāpenisko ieviešanu, visas jaunās emisijas būtu pilnībā stabilitātes obligāciju formā un nenomaksātās valdības obligācijas varētu pārvērst jaunajās stabilitātes obligācijās, t. i., samainot konkrētu valsts obligāciju skaitu jaunajām stabilitātes obligācijām. Galvenā šā risinājuma priekšrocība būtu gandrīz tūlītēja likvīdu tirgus izveidošana ar pilnu etalona ienesīguma līkni. Mantojuma obligāciju atpirkšana arī varētu atvieglot pašreizējās akūtās finanšu problēmas dalībvalstīs ar lielu parādu un augstām procentu likmēm. Tomēr šī darbība var būt sarežģīta un pieprasīt uzmanīgu valūtas maiņas kursa pielāgošanu, lai līdz minimumam samazinātu tirgus darbības pārtraukumu. Alternatīva būtu pakāpeniskāka shēma, t. i., pilnīga vai arī tikai daļēja jauna liela stabilitātes obligāciju emisija katrā dalībvalstī un nenomaksāto valdības obligāciju saglabāšana apgrozībā sekundārajā tirgū. Tas ļautu tirgum pakāpeniski pierast pie jaunā instrumenta un izveidot analītiskos/ cenu noteikšanas instrumentus, tādējādi samazinot tirgus darbības pārtraukuma risku. Tomēr šajā variantā pilnīga stabilitātes obligāciju tirgus izveidošana aizņemtu vairākus gadus (atkarībā no nenomaksāto obligāciju atmaksāšanas termiņiem), novēlojot iespējamos ieguvumus. Attiecībā uz nenomaksātajām mantojuma obligācijām šis segments pakāpeniski samazinātos, jo to aizstātu stabilitātes obligācijas un jaunizdotās valsts obligācijas. Tāpēc šā

---

17 Šis gadījums īpaši attiecas uz Vāciju un mazākā mērā uz Spāniju un Franciju.

18 Šis šaurais stabilitātes obligāciju segums nozīmētu, ka dalībvalstīm būtu jāuzņemas neemitēt savas valsts vai citas valsts obligācijas, tostarp uzliekot šīs saistības savām federālajām struktūrām, ja tās ir ietvertas kopīgās emisijas sistēmā.

segmenta kopējā likviditāte ar laiku samazinātos, un attiecīgi mantojuma obligāciju likviditātes prēmija pakāpeniski palielinātos.

Tā kā būtu jāizdara grozījumi Līgumā, šīs pieejas ieviešana varētu aizņemt diezgan ilgu laiku.

2.2. 2. pieeja: Stabilitātes obligāciju emisija ar solidārām garantijām daļēji aizstāj valsts obligācijas

Izmantojot šo pieeju, stabilitātes obligāciju emisijai tiktu piemērotas solidāras garantijas, bet tās aizstātu tikai ierobežotu valsts obligāciju emisijas daļu. Tā emisijas daļa, kas nav stabilitātes obligācijas, paliktu attiecīgo valsts garantiju pārvaldībā. Šī kopīgas emisijas pieeja ir kļuvusi zināma kā „zili sarkanā pieeja"[19]. Attiecīgi eurozonas valsts obligāciju tirgu veidotu divas atšķirīgas daļas.

– *Stabilitātes obligācijas* (jeb „zilās obligācijas"): Stabilitātes obligāciju emisija notiktu tikai saskaņā ar konkrētiem iepriekš noteiktiem ierobežojumiem un tāpēc pilnībā nenosegtu refinansēšanas vajadzības visās dalībvalstīs. Šīm obligācijām būtu solidāra garantija un vienota refinansēšanas likme visās dalībvalstīs[20].

– *Valstu valdību obligācijas* (jeb „sarkanās obligācijas"). Atlikusī emisijas daļa, kas vajadzīga dalībvalstu budžetu finansēšanai, tiktu emitēta valsts līmenī ar valsts garantijām. Attiecīgi valsts obligācijām vismaz faktiski būtu mazāka priekšrocība par stabilitātes obligācijām, jo stabilitātes obligācijas segtu solidārās garantijas[21]. Valsts emisijas apjoms katrā dalībvalstī būtu atkarīgs no nolemtā stabilitātes obligāciju kopīgās emisijas apjoma un tā vispārējām refinansēšanas vajadzībām. Atkarībā no šo atlikušo valsts obligāciju tirgus un emisiju apjoma un valsts kredītkvalitātes šīm valsts obligācijām būtu katrā valstī atšķirīga likviditāte un kredīta īpatnības un attiecīgi dažādi tirgus ienesīgumi, arī tāpēc, ka lielākā daļa valsts kredīta riska būtu saistīta tikai ar valsts obligācijām, paplašinot kredīta risku[22]. Lielāks tirgus spiediens un valsts emisija veicinātu tirgus disciplīnu.

Šīs pieejas galvenā problēma būtu konkrēti kritēriji, lai noteiktu attiecīgās stabilitātes obligāciju un valsts obligāciju emisijas proporcijas. Galvenie risinājumi būtu šādi:

– *Vienkārša uz noteikumiem balstīta sistēma*. Piemēram, katrai dalībvalstij būtu pieeja noteiktam stabilitātes obligāciju skaitam, kas būtu vienāds ar konkrētu procentu daļu no tās IKP, varbūt atspoguļojot Līgumā noteikto kritēriju — 60 %. Svarīgs vērā ņemams faktors ir tas, cik liels daudzums riska būtu koncentrēts uz valsts obligāciju (ar mazāku priekšrocību) daļu, kas savukārt ir atkarīgs no kopīgās emisijas apjoma (jo lielāka stabilitātes obligāciju emisijas daļa, jo lielāks risks atlikušajai valsts obligāciju emisijai). Lai novērstu pārmērīgu valsts emisijas kredītrisku, tomēr saglabājot likviditātes ieguvumus no kopīgās emisijas, būtu vēlams rūpīgāk noteikt griestus.

– *Elastīgāka sistēma, kas saistīta ar politikas atbilstību*. Maksimālo dalībvalsts stabilitātes obligāciju emisijas apjomu varētu noteikt, kā minēts iepriekš, bet griesti jebkurā laikā būtu saistīti ar dalībvalsts atbilstību eurozonas pārvaldības sistēmas noteikumiem un

---

19 Sk. Delpla J. un von Weizsäcker J. (2010. gads). Viņi piedāvāja parāda griestus — 60 % no IKP, pamatojot šo priekšlikumu ar Mastrihtas kritērijiem.

20 Tāpat kā, izmantojot 1. pieeju, stabilitātes obligāciju emisiju varētu veikt decentralizēti, bet, visticamāk, to efektīvāk pārvaldītu centrāla parāda pārvaldības aģentūra.

21 Šāds valsts obligāciju pakļautais statuss varētu attiekties tikai uz jaunemitētām valsts obligācijām, t. i., valsts obligācijām, kas emitētas pēc stabilitātes obligāciju ieviešanas. Toties nenomaksātajām „vecajām" vai „mantojuma" valsts obligācijām būtu tāds pats statuss kā stabilitātes obligācijām, jo izmaiņas to statusā tehniski padarītu tās par nenomaksātām.

22 Delpla un von Weizsäcker norāda, ka lielā parāda nenomaksāšanas riska dēļ sarkanais parāds būtu pārsvarā jāglabā ārpus banku sistēmas, lai tas vairs nebūtu pieejams ECB refinansēšanas darbībām un uz to neattiektos stingras kapitāla prasības banku sistēmā.

ieteikumiem. Par neatbilstību varētu piemērot sankcijas, pazeminot (ja iespējams, automātiski) attiecīgos stabilitātes obligāciju griestus attiecīgajai dalībvalstij (sk. arī 3. iedaļu). Šī sistēma kalpotu arī kā gandrīz automātisks stabilitātes obligāciju kredītkvalitātes stabilizētājs, jo tiktu samazināta attiecīgā dalībvalstu daļa, kurās tiek veikta nepareiza fiskālā darbība.

Būtu nopietni jāapdomā stabilitātes obligāciju emisijas griestu ticamība. Kad visas zilās obligācijas ir piešķirtas, dalībvalstu finansēšanas izmaksas varētu ievērojami palielināties. Tas varētu radīt politisko spiedienu paaugstināt griestus. Ja nav stingru drošības pasākumu pret šādu spiedienu, „viegli maināmu" griestu paredzēšana varētu lielākoties novērst „zili sarkanās pieejas" disciplīnas ietekmi. Tāpēc neatkarīgi no izveidotajiem kritērijiem stabilitātes obligāciju emisijas griestu noteikšanai būtu svarīgi, lai šie griesti tiktu saglabāti un netiktu patvaļīgi izmainīti, piemēram, saistībā ar politisku spiedienu.

Šī pieeja stabilitātes obligāciju emisijai ir mazāk ambicioza nekā iepriekš minētā pilnīgas emisijas pieeja un tādējādi dod mazākus ekonomiskos un finansiālos ieguvumus. To priekšrocības attiecībā pret valsts obligācijām un garantiju struktūras dēļ stabilitātes obligācijas ir saistītas ar ļoti zemu kredītrisku, bet valsts obligācijām ir augsts kredītreitings (t. i., AAA). Tāpēc stabilitātes obligāciju ienesīgumu varētu salīdzināt ar esošajiem AAA valsts obligāciju ienesīgumiem eurozonā. Attiecīgi būtu atbilstīgi ieguvumi eurozonas finanšu stabilitātei, monetārās politikas transmisijai un euro starptautiskajai lomai, lai arī tie būtu mazāki, nekā piemērojot ambiciozāko pieeju pilnībā aizstāt valsts obligāciju emisiju ar stabilitātes obligāciju emisiju. Tā kā stabilitātes obligāciju emisijas izveidošanas posms ar noteiktiem griestiem, visticamāk, aizņems vairākus gadus, visām dalībvalstīm sākuma posmā varētu būt plaša pieeja finanšu tirgiem, izmantojot stabilitātes obligācijas. Tas varētu atrisināt iespējamu likviditātes trūkumu dažās dalībvalstīs, bet tajā pašā laika posmā radīt tādu pašu bezatbildīgas rīcības iespēju, kā aprakstīts 2.1. iedaļā attiecībā uz pilnīgu emisiju. Tā kā tad, kad būtu sasniegti stabilitātes obligāciju griesti, dalībvalstīm būtu jāatgriežas pie valsts obligāciju emisijas, tām būtu jānodrošina, ka līdz tam ir veikta vajadzīgā budžeta regulēšana un strukturālās reformas, kas vajadzīgas, lai pārliecinātu ieguldītājus un saglabātu piekļuvi tirgiem pēc sākotnējā laika posma. Tomēr jauno emitēto valsts obligāciju ienesīgumi paaugstinātos to mazākas priekšrocības statusa dēļ. Visbeidzot, pieņemot, ka ir sasniegta saprātīgi augsta stabilitātes obligāciju emisijas daļa, tirgum būtu jābūt likvīdam, bet mazāk likvīdam nekā tad, ja visas emisijas tiktu veiktas stabilitātes obligācijās, jo atlikušās valsts obligācijas arī veidotu savu tirgus daļu.

No otras puses, stabilitātes obligāciju emisijas priekšnosacījumi, izmantojot šo pieeju, būtu zināmā mērā mazāk saistoši. Stabilitātes obligāciju emisijas griestu noteikšana varētu palīdzēt samazināt bezatbildīgas rīcības risku, saglabājot tirgus disciplīnas līmeni ar atlikušo valsts obligāciju emisiju. Tomēr nav skaidras attiecības starp bezatbildīgu rīcību, tirgus disciplīnu un kaitīgās ietekmes risku, nosakot atbilstošus stabilitātes obligāciju griestus. Relatīvi zemi stabilitātes obligāciju griesti (ietverot lielu atlikušo valsts obligāciju emisijas apjomu) mazinātu bezatbildīgas rīcības risku, bet saglabātu dalībvalstīs esošo augsto parāda līmeni, kas ir neaizsargāts attiecībā pret katastrofālu saistību nepildīšanas risku attiecībā pret to valsts obligāciju emisiju. Šāds katastrofāls saistību nepildīšanas risks radītu attiecīgu risku visai eurozonai kopumā. Relatīvi augsti stabilitātes obligāciju griesti (ietverot mazu atlikušo valsts obligāciju emisijas apjomu) ietvertu lielāku bezatbildīgas rīcības risku, bet tomēr dotu dalībvalstij iespēju nepildīt saistības ar mazāk katastrofālu ietekmi un mazāku attiecīgo risku eurozonai kopumā. Spēcīgai sistēmai, lai uzturētu fiskālo disciplīnu un ekonomisko konkurētspēju valsts līmenī, tomēr būtu jāstiprina stabilitātes obligāciju emisija, lai gan tirgus disciplīna ietvertu iespējami mazāk dramatisku pāreju no valsts obligācijām, saglabājot to emisiju, nekā, izmantojot pilnīgu stabilitātes obligāciju emisijas pieeju. Vienlaicīgi griestu

izvēle noteiktu arī iespējamo stabilitātes obligāciju kredītkvalitāti. Relatīvi zemi griesti ietekmētu stabilitātes obligāciju kredītkvalitāti, ierobežojot parāda apjomu, ko nosedz spēcīgākas solidārās garantijas[23]. Stabilitātes obligāciju solidārā garantija gandrīz noteikti liktu izdarīt grozījumus Līgumā.

Pakāpeniskas ieviešanas procesu saskaņā ar šo pieeju atkal varētu organizēt dažādi, atkarībā no vēlamā ieviešanas tempa. Paātrinātas pakāpeniskās ieviešanas gadījumā konkrēta nenomaksātā eurozonas valsts obligāciju daļa tiktu aizstāta ar stabilitātes obligācijām iepriekš noteiktā datumā un izmantojot iepriekš noteiktus faktorus. Tas strauji izveidotu ievērojamu nenomaksāto stabilitātes obligāciju apjomu un pietiekamu likvīdu tirgu ar pilnu etalona ienesīguma līkni. Tomēr tas varētu radīt situāciju, kurā lielākā daļa dalībvalstu sasniedz griestus pārejas brīdī un tām būtu jāturpina aizpildīt kapitāla tirgi ar valsts obligācijām. Saskaņā ar pašreizējiem tirgus nosacījumiem tas dažām dalībvalstīm varētu būt šķērslis. Pakāpeniskākas ieviešanas gadījumā visas (vai gandrīz visas) jaunās lielās emisijas dalībvalstīs būtu stabilitātes obligācijās, līdz tiktu sasniegti stabilitātes obligāciju emisijas mērķa griesti. Tā kā stabilitātes obligācijas tiktu emitētas tikai (vai gandrīz tikai) dažus gadus, šī pieeja palīdzētu samazināt tirgus spiedienu un dot vājākajām dalībvalstīm laiku īstenot reformas. Tomēr pārejas periodā ir īpašas problēmas, jo valstīm ar lielu parādu parasti ir lielāki un biežāki pārnešanas procenti. Ja nav pieņemti citi pasākumi, šo valstu parāda aizstāšana ar stabilitātes obligācijām līdz griestu sasniegšanai būs ātrāka nekā parasti, bet valstīs ar parāda līmeni zem griestiem tas notiks ilgāk. Attiecīgi individuāls risks, ko sedz iespējamā solidārā garantija, pārejas posmā būtu lielāks valstīs ar augstākiem griestiem, savukārt likviditātes ietekme, kam būtu jākompensē AAA valstis, joprojām būtu maza. Var būt vajadzība šo iezīmi atspoguļot pārvaldības pasākumos. Piemēram, alternatīva varētu būt katru gadu iepriekš noteikt griestus, lēnām paaugstinot tos no nulles līdz vēlamajai ilgtermiņa vērtībai.

Tā kā būtu jāizdara grozījumi Līgumā, šīs pieejas tāpat kā 1. pieejas piemērošanai vajadzētu ilgāku laiku, lai arī tirgu daļējas paļāvības uz signalizāciju un disciplinēšanu dēļ būtu vajadzīgas mazākas izmaiņas ekonomiskajā un fiskālajā pārvaldībā un attiecīgi ieviešanas process būtu mazāk sarežģīts un laikietilpīgs.

3. izcēlums Parāda dzēšanas pakts un drošas obligācijas

Kā konkrētu daļējas emisijas pieejas piemēru Vācijas Ekonomikas speciālistu padome (*GCEE*) savā 2011./2012. gada ziņojumā iekļāva[24] drošu obligāciju priekšlikumu, kas ir daļa no eurozonas plašās parāda samazināšanas stratēģijas ar mērķi samazināt valsts parāda līmeni tāpat zem 60 % griestiem, kā noteikts Māstrihtas līgumā.

Viens no stratēģijas pīlāriem ir tā sauktais parāda dzēšanas fonds. Dzēšanas fonds uzkrātu valsts parādu, kas pārsniedz 60 % no atsevišķu eurozonas dalībvalstu IKP. Tas būtu balstīts uz kopīgu atbildību. Katrai iesaistītajai valstij saskaņā ar noteiktu konsolidācijas plānu būtu pienākums autonomi atlīdzināt pārnesto parādu 20–25 gadu laikā. Kopīga atbildība atmaksāšanas posmā nozīmē, ka attiecīgi tiktu izveidotas drošas obligācijas. Praktiski parāda dzēšanas fonds emitētu drošas obligācijas, un iesaistītās valstis izmantotu no tām gūtos

[23] *Bruegel* priekšlikumā noteikti griesti — 60 % no IKP, kā atsauci izmantojot Māstrihtas kritēriju, bet citos priekšlikumos noteikti vēl zemāki griesti. Ir apspriests, ka pietiekami zemi griesti īstenībā garantē pilnībā novērst euroobligāciju nenomaksāšanas risku. Standarta pieņēmums nenomaksāšanas risku cenu noteikšanā ir tāds, ka nenomaksāšanas gadījumā var atgūt 40 % no parāda. Piemērojot šo apsvērumu valsts parādam, par atgūšanas vērtību zemāki griesti nozīmētu, ka saskaņā ar kopēju shēmu emitēts parāds tiks apkalpots jebkuros apstākļos.

[24] Publicēts 2011. gada 9. novembrī: http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrsgutachten.html, 9.–13. punkts un 184.–197. punkts.

ienākumus, lai nosegtu savas iepriekš noteiktās pašreizējās finanšu vajadzības nenomaksāto obligāciju un jaunā aizņēmuma dzēšanai. Tāpēc parāda pārnešana notiktu pakāpeniski aptuveni piecu gadu laikā. Tāpēc dalībvalstīm ar lielāku parādu nekā 60 % no IKP nevajadzētu meklēt finansējumu tirgū sākuma posmā, ja ir ievērota iepriekš noteiktā parāda dzēšanas kārtība. Pēc sākuma posma beigām nenomaksātā parāda līmeņi eurozonā ietvertu: i) valsts parādu līdz 60 % no valsts IKP un ii) uz dzēšanas fondu pārnesto parādu par pārnešanas brīdī atlikušā parāda apjomu. Paliek atklāts jautājums, piemēram, par fonda risku un fonda obligāciju nodrošinājuma priekšrocību *de facto*.

GCEE parāda dzēšanas paktā apvienota (uz laiku) kopīga emisija un stingri fiskālo korekciju noteikumi. Tie neietver stabilitātes obligāciju priekšlikumu šīs zaļās grāmatas nozīmē tāpēc, ka kopīga emisija būtu īslaicīga un to izmantotu tikai tās dalībvalstis, kuru valsts parāda attiecība ir vairāk nekā 60 % no IKP. Tā vietā *GCEE* izsaka priekšlikumu ieviest pagaidu finansēšanas instrumentu, kas visām eurozonas dalībvalstīm dotu laiku un finanšu atelpas brīdi, lai samazinātu savu parādu zem 60 % no IKP. Kad šis mērķis būs sasniegts, fonds un drošās obligācijas automātiski tiks likvidētas. Tāpēc drošas obligācijas ir krīzes instruments, nevis pastāvīgs eurozonas valsts obligāciju tirgu instruments. Lai arī uz laiku, parāda dzēšanas pakts varētu palīdzēt risināt pašreizējo pārmērīgi lielā parāda problēmu.

2.3. 3. pieeja: Stabilitātes obligāciju emisija ar atsevišķām, nevis kopīgām garantijām daļēji aizstāj valsts obligācijas

Izmantojot šo pieeju, stabilitātes obligācijas atkal tikai daļēji aizstātu valsts obligāciju emisiju un tām tiktu piemērotas eurozonas dalībvalstu *pro-rata* garantijas[25]. Šī pieeja atšķiras no 2. pieejas ar to, ka dalībvalstis saglabātu atbildību par savu attiecīgo stabilitātes obligāciju emisijas daļu, kā arī par savu valsts obligāciju emisijas daļu. Tomēr problēmas attiecībā uz stabilitātes obligāciju un valsts obligāciju sadalījumu, tostarp stabilitātes obligāciju emisijas griestu izvēli, galvenokārt būtu tās pašas.

Šī pieeja stabilitātes obligācijām dotu mazāku ieguvumu no kopīgās emisijas, bet pieprasītu arī mazāku priekšnosacījumu izpildi. Atsevišķu, nevis kopīgu garantiju dēļ bezatbildīgas rīcības risks būtu mazināts. Dalībvalstis nevarētu gūt labumu no iespējami augstākas citu dalībvalstu kredītkvalitātes. Turklāt valsts obligāciju emisijas turpināšana pakļautu dalībvalstis tirgus pārbaudei un tirgus novērtējumam, kas būtu papildu, iespējams un reizēm spēcīgs līdzeklis pret bezatbildīgu fiskālo rīcību. Lai arī šai pieejai būtu ierobežotāks izmantojums finanšu tirgus efektivitātes un stabilitātes veicināšanā, tā būtu vienkāršāk un ātrāk piemērojama. Ņemot vērā atsevišķās, nevis kopīgās garantijas, dalībvalstis ar augstāku tirgus riska prēmiju gūtu ievērojami mazāku labumu no kredītvērtības salīdzinājumā ar dalībvalstīm ar zemu ienesīgumu, nekā piemērojot 2. pieeju un īpaši salīdzinājumā ar 1. pieeju. Šajā ziņā iespējamās 3. pieejas piemērošanas ietekme uz valsts parāda krīzi eurozonā un tās iespējamā ietekme uz finanšu nozari būtu daudz mazāka. Tomēr, ņemot vērā iespējamo šīs pieejas daudz īsāko ieviešanas laiku, tā salīdzinājumā ar iepriekšējām divām pieejām varētu palīdzēt risināt pašreizējo valsts parāda krīzi.

Šīs pieejas galvenā problēma būtu stabilitātes obligācijai piemērotās garantijas raksturs. Bez jebkādas kredīta kvalitātes uzlabošanas stabilitātes obligācijas kredītkvalitāte ar atsevišķām, nevis kopīgām garantijām labākajā gadījumā būtu vidējā (piemērotā) eurozonas dalībvalstu kredītkvalitāte. To var noteikt par dalībvalsts ar zemāko reitingu kredītkvalitāti, ja vien tām nav ticama priekšrocība salīdzinājumā ar valsts obligāciju emisiju visās dalībvalstīs (sk. turpmāk). Tas varētu samazināt šā instrumenta akceptēšanu ieguldītāju un dalībvalstu ar augstu reitingu vidū un mazināt ieguvumus no stabilitātes obligācijām, īpaši to elastīgumu finanšu krīzes laikā.

Lai palielinātu stabilitātes obligāciju akceptēšanu, izmantojot šo pieeju, jāstiprina attiecīgo garantiju kvalitāte. Dalībvalstis varētu nodrošināt priekšrocību stabilitātes obligāciju parāda apkalpošanai. Turklāt dalībvalstis varētu nodrošināt papildu rezerves, piemēram, skaidrā naudā vai zeltā, kas parasti pārsniedz vajadzības lielākā daļā ES valstu, kā arī rezervēt konkrētus nodokļu ieņēmumus, lai apkalpotu stabilitātes obligācijas. Vairāk nekā ar 2. pieeju, kurā kopīgā daļa ir balstīta uz solidārām garantijām, šā risinājuma iespējamība balstās uz kopīgā emitenta priekšrocības statusu un kopīgās emisijas piesardzīgu limitu. Tas norāda uz vajadzību veikt rūpīgu analīzi par šā risinājuma saistību ar pašreiz apgrozībā esošajām obligācijām, jo var pastāvēt kāda negatīvas ķīlas atruna, un atbilstošu risinājumu identificēšanu.

Ja normālos apstākļos kopējām parāda izmaksām valstī būtu jāsaglabājas nemainīgām vai jāsamazinās, parāda minimālās izmaksas palielinātos. Tam būtu jāpalīdz nepieļaut bezatbildīgu rīcību un veicināt budžeta disciplīnu, arī tad, ja netiktu piemērota nekāda īpaša pastiprinātas pārvaldības vai fiskālās uzraudzības forma. Tāpēc stabilitātes obligācijas nodrošinātu saikni un stiprinātu jaunizveidotās valsts paketes efektivitāti, ja kopīgā emisijā

[25] Šāda pieeja tika apskatīta Džovannīni grupas ziņojumā (2000. gadā) — lai arī, izmantojot decentralizētu emisiju, un vēlāk to ieteica *De Grauwe* un *Moesen* (2009. gadā), *Monti* (2010. gadā) un *Juncker* un *Tremonti* (2010. gadā).

ieguldīto līdzekļu apjomu nosaka ciešā saistībā ar stabilitātes programmās noteiktajiem fiskālajiem mērķiem un tā rada stipru ticību, ka strauji tiks samazināti vispārējie parāda līmeņi[26]. Tas novērstu arī vajadzību pēc grozījumiem Līgumā šajā saistībā. Tomēr stabilitātes obligāciju kredītkvalitātes saglabāšanai, visticamāk, būtu jāizveido sekundāri tiesību akti, lai noteiktu stabilitātes obligācijas priekšrocības statusu.

Mantojuma obligāciju režīma alternatīvas, kā arī to attiecīgās priekšrocības un trūkumi būtu līdzīgi tiem, kas aprakstīti 2. pieejā.

Šo risinājumu varētu ieviest relatīvi ātri. Tam nebūtu nepieciešami grozījumi ES Līgumā, lai arī sekundāri tiesību akti palīdzētu stiprināt priekšrocības principu. Turklāt valsts obligācijas tikai daļēji tiktu aizstātas ar stabilitātes obligācijām.

2.3.1. Pieeju apvienošana

Tā kā trīs pieeju darbības joma, mērķis un ieviešanas ilgums atšķiras, tās varētu arī apvienot. 1. pieeju var uzskatīt par visambiciozāko, kura dotu visaugstākos rezultātus tirgus integrācijā un stabilitātes stiprināšanā, bet būtu vajadzīgs diezgan daudz laika, lai to ieviestu. Pretēji, 3. pieeja ar atšķirīgo darbības jomu un garantiju struktūru šķiet ātrāk īstenojama. Tāpēc pastāv kompromiss starp stabilitātes obligāciju īpašību un darbības jomas mērķi un iespējamo ieviešanas ātrumu. Lai panāktu šo kompromisu, pakāpeniskas ieviešanas procesa dažādos posmos varētu apvienot dažādas pieejas — relatīvi ātru ieviešanu, balstoties uz daļēju pieeju un atsevišķo garantiju struktūru, kopā ar ceļvedi turpmākai šā instrumenta attīstībai un attiecīgi spēcīgāku pārvaldību. Šāds iepriekš izveidots politiskais ceļvedis varētu palīdzēt nodrošināt stabilitātes obligāciju akceptēšanu tirgū no paša sākuma.

2.3.2. Ietekme uz ES dalībvalstīm, kas neatrodas eurozonā, un trešām valstīm

Dalību stabilitātes obligāciju sistēmā parasti attiecina uz eurozonas dalībvalstīm[27]. Tas ir tāpēc, ka dalībvalstis loģiski vēlas emitēt parādu un saglabāt tirgus savā valsts valūtā, un tāpēc, ka euroobligācijas varētu būt daļa no augstāka līmeņa ekonomiskās un politiskās integrācijas sistēmas. Tomēr stabilitātes obligāciju ieviešana kopā ar pastiprinātu ekonomikas pārvaldības sistēmu neizbēgami ietekmētu šīs dalībvalstis. Tāpat stabilitātes obligāciju veicinātā finanšu stabilitāte eurozonā tieši un būtiski stabilizētu finanšu tirgus un iestādes šajās valstīs. Tas pats attiecas uz jebkuru trešo valsti, atkarībā no tās ekonomiskās un finanšu saistības ar eurozonu. No otras puses, stabilitātes obligāciju izveidotais lielais un spēcīgais drošu aktīvu tirgus varētu veicināt konkurenci starp finanšu tirgiem ieguldītāju interesēs.

1. tabula. Pārskats par trim galvenajām iespējām

	(1. iespēja)	(2. iespēja)	(3. iespēja)
Galvenās iezīmes			
– Apjoms, kādā notiek valsts obligāciju emisijas aizstāšana ar stabilitātes	Pilnībā	Daļēji	Daļēji

[26] Līdzīgi, bet, visticamāk nepieciešamo grozījumu Līgumā dēļ *Bini-Smaghi* ieteica euroobligācijas ar *pro-rate* garantijām, bet ar tiesībām emitēt no dalībvalstīm pārnesto parādu pārnacionālai aģentūrai. Parādu varētu emitēt līdz Padomes nolemtajam līmenim katru gadu apstiprināto stabilitātes programmu kontekstā, kas neļautu emitēt parādu, lai segtu izdevumus, kuri pārsniedz katru gadu noteiktā parāda ierobežojumu. Tā tiktu izveidotas „parāda bremzes", kas liktu valstij pieņemt ātrāku lēmumu, ja tās valsts parāds pārāk pietuvojas noteiktajam ierobežojumam.

[27] Lai arī, jo īpaši izmantojot 3. pieeju, to dalībvalstu, kas neatrodas eurozonā, dalība izskatās iespējama.

obligācijām			
– Garantiju struktūra	Solidāra	Solidāra	Atsevišķa (ne kopīga) ar uzlabojumiem
Galvenā ietekme			
– uz vidējām finansēšanas izmaksām 1/ uz stabilitātes obligāciju kopumā 2/ starp valstīm	1/ Vidēji pozitīva ietekme, ko rada ļoti liela likviditāte, bet nomāc spēcīga bezatbildīga rīcība 2/ Ievērojama ieguvumu pārvietošana no valstīm ar augstu reitingu uz valstīm ar zemu reitingu	1/ Vidēji pozitīva ietekme, ko rada vidējs likviditātes apjoms un ierobežota bezatbildīga rīcība 2/ Mazāka ieguvumu pārvietošana no valstīm ar augstu reitingu uz valstīm ar zemu reitingu. Neliels tirgus spiediens uz dalībvalstīm ar augstu parāda līmeni un subprimāriem kredītreitingiem	1/ Vidēji pozitīva ietekme, mazāka ietekme uz likviditāti un stabilāka politika, ko rada uzlabota tirgus disciplīna 2/ nav ietekmes starp valstīm. Lielāks tirgus spiediens uz dalībvalstīm ar augstu parāda līmeni un subprimāriem kredītreitingiem
– uz iespējamo bezatbildīgo rīcību (bez pastiprinātas pārvaldības)	Augsta	Vidēja, bet spēcīgi tirgus stimuli fiskālajai disciplīnai	Zema, spēcīgi tirgus stimuli fiskālajai disciplīnai
– uz finanšu integrāciju Eiropā	Augsta	Vidēja	Vidēja
– uz ES finanšu tirgu pievilcību pasaulē	Augsta	Vidēja	Vidēja
– uz finanšu tirgus stabilitāti	Augsta	Augsta, bet pastāv dažas problēmas valsts obligāciju emisijas nepastāvīgu līmeņu gadījumā	Zema, bet tā var palīdzēt risināt pašreizējo krīzi, pateicoties ātrai ieviešanai.
Juridiski apsvērumi	Iespējami grozījumi Līgumā	Iespējami grozījumi Līgumā	Nav nepieciešami grozījumi Līgumā. Sekundāri tiesību akti varētu būt noderīgi.
Nepieciešamais minimālais ieviešanas laiks	Ilgs	Vidēji ilgs	Īss

3. STABILITĀTES OBLIGĀCIJU FISKĀLĀ SISTĒMA

3.1. Priekšvēsture

Fiskālās uzraudzības sistēma jau ir stiprināta ar jaunāko Stabilitātes un izaugsmes pakta (*SIP*) reformu, ietverot jaunus ieviešanas mehānismus. To tomēr būtu jāturpina stiprināt tuvākajā laikā, īpaši attiecībā uz eurozonas dalībvalstīm, kurās ieviestas pārmērīga budžeta deficīta procedūras un/vai kuras pieprasa vai saņem finanšu atbalstu saskaņā ar jaunākajiem eurozonas valstu vadītāju un valdību atzinumiem un Komisijas priekšlikumu divām jaunām regulām, balstoties uz 136. pantu:

– priekšlikumā regulai, ar kuru izveido kopīgus noteikumus budžeta plānu projektu uzraudzībai un novērtēšanai un pārmērīga budžeta deficīta korekcijas nodrošināšanai eurozonas dalībvalstīs, izvirzīti trīs mērķi: a) papildināt Eiropas semestri ar kopīgu budžeta grafiku, lai labāk sinhronizētu galvenos pasākumus valstu budžetu sagatavošanā; b) papildināt daudzpusējo budžeta politiku uzraudzības sistēmu (*SIP* preventīvā daļa) ar papildu uzraudzības prasībām, lai nodrošinātu, ka ES politikas ieteikumi budžeta jomā ir atbilstoši ieviesti valsts budžeta plānošanā; un c) papildināt dalībvalstu pārmērīgā budžeta deficīta korekcijas procedūru (*SIP* korektīvā daļa), ciešāk uzraugot dalībvalstu budžeta politikas pārmērīga budžeta deficīta procedūrā, lai nodrošinātu pārmērīgā budžeta deficīta laicīgu un ilgtspējīgu korekciju;

– priekšlikumā regulai par pastiprinātu uzraudzību noteikts, ka eurozonas dalībvalstī jāveic pastiprināta uzraudzība, ja tajā novēroti smagi finanšu traucējumi vai pastāv risks, ka tādi varētu rasties, lai nodrošinātu strauju tās atgriešanos normālā situācijā un aizsargātu citas eurozonas dalībvalstis no iespējamas nelabvēlīgas saistītās ietekmes.

Šīs divas jaunās regulas kopā ar lielām pārmaiņām saistībā ar *SIP* reformu veido stingru pamatu stiprākai eurozonas dalībvalstu budžeta politikas koordinācijai.

Tomēr stabilitātes obligācijas rada bezatbildīgas rīcības risku un pieprasa turpmāku sistēmas stiprināšanu, atkarībā no izvēlētās pieejas. Šādai stiprinātai sistēmai var identificēt trīs dimensijas.

– Pastiprināta uzraudzība un spēja ietekmēt valstu fiskālo politiku veidošanu un ieviešanu būtu jānodrošina ar jaunākajiem priekšlikumiem. Turklāt pilnībā jānodrošina stabilitātes obligāciju apkalpošana.

– Vienlaicīgi stabilitātes obligāciju pastāvēšana vien varētu ievērojami izmainīt budžeta procesus, jo īpaši ar piešķiršanas mehānismiem, un piedāvāt instrumentu, kas efektīvi stiprinātu uz noteikumiem balstītu fiskālo politiku sistēmu.

– Varētu būt jāizveido fiskālie nosacījumi, lai ieviestu stabilitātes obligāciju sistēmu, kas strauji pastiprinātu abu pašreizējo pielāgošanas plānu ticamību.

3.2. Pastiprināta uzraudzība un spēja ietekmēt valstu fiskālās politikas

Pēdējā laika un turpmākās reformas uzraudzības jomā veido stingru pamatu, lai ierobežotu šos riskus, bet ar to nepietiek. Šāda sistēmas stiprināšana varētu attiekties uz ES uzraudzību un valsts budžetu sistēmām.

Saskaņā ar pēdējā laikā apspriestajām izmaiņām tas būtu saistīts ar rūpīgāku budžeta projektu pārbaudi ne tikai valstīs ar fiskālajām problēmām, bet visās iesaistītajās dalībvalstīs. ES būtu jāapstiprina iesaistīto dalībvalstu budžeti tādos konkrētos apstākļos kā augsti parādsaistību vai deficīta līmeņi. Turklāt būtu nepieciešama daudz spēcīgāka budžeta izpildes uzraudzības sistēma. Tas varētu ietvert visaptverošus regulārus ziņojumus kopīgos

budžeta termiņos, brīdināšanas mehānismu attīstību, balstoties uz fiskāliem rādītājiem, un reālu iespēju koriģēt izpildes nepilnības — piemēram, sīki *ex ante* izplānojot budžeta rezerves un jaunu dārgu pasākumu spēkā stāšanās nosacījumu turpmākā izpildē.

Valstu fiskālās sistēmas relatīvi drīz tiks stiprinātas, ieviešot direktīvu par fiskālām sistēmām (kuras ieviešanu varētu paātrināt). Turklāt tiek veikta turpmākas rīcības apspriešana, *inter alia* par *SIP* sistēmas noteikumu ieviešanu valstu tiesību aktos, vēlams, konstitūcijas līmenī, un atbilstošu ieviešanas mehānismu izveidošanu. Citi iespējamie galvenie valstu sistēmu stiprināšanas veidi ietver saistošu vidēja termiņa sistēmu, neatkarīgu iestāžu, kas novērtē attiecīgos valstu budžetu pieņēmumus, un efektīvu koordinēšanas mehānismu starp valsts administrācijas līmeņiem izveidošanu. Attiecībā uz pēdējo parāda apvienošana Eiropas līmenī var būt papildu iemesls tuvināt valsts administrācijas apakšnozaru parāda pārvaldību.

Valstu sistēmām arī ir nozīmīga loma uzraudzības atbalstīšanā ES līmenī. Piemēram, kopīgi budžetu sagatavošanas grafiki atvieglotu ES uzraudzību (un varētu faktiski būt nepieciešami, lai praksē izveidotu stabilitātes obligāciju sadali). Līdzīgi pareiza budžeta izpildes uzraudzība ES līmenī balstās uz stabiliem valstu pasākumiem ar šādu mērķi, kas varētu ietvert kopīgu kontroles un atklāšanas standartu izveidošanu.

Būtu jāizveido sistēma, kas ticami nodrošinātu pilnīgu parāda apkalpošanu katrā dalībvalstī, kas gūst labumu no stabilitātes obligāciju emisijas. Tas nozīmē, ka stabilitātes obligāciju apkalpošana vai konkrētāk procentu maksāšana par kopīgu emisiju nekādā gadījumā nedrīkstētu tikt apšaubīta. Viena iespēja būtu piešķirt plašākas ietekmes pilnvaras ES līmenī smagu finanšu traucējumu gadījumos, tostarp iespēju uzlikt kāda administratīva soda veidu bankrotējošajām dalībvalstīm. Cita iespēja, kā jau minēts iepriekšējā iedaļā, kas varbūt mazāk ierobežotu valstu suverenitāti, būtu ieviest iesaistītajām valstīm klauzulu par parāda pakalpojuma priekšrocību stabilitātes obligāciju sistēmā pār jebkādiem citiem izdevumiem valsts budžetos. Šādiem noteikumiem vajadzētu stingrāku juridisko spēku, iespējams, konstitucionālā līmenī. Turklāt un attiecīgi saistībām attiecībā uz stabilitātes obligāciju sistēmu būtu jābūt priekšrocībai pret (atlikušajām) jaunajām valsts obligāciju emisijām, ja tādas ir.

3.3. Stabilitātes obligācijas kā uzlabotas fiskālās sistēmas sastāvdaļa

Lai arī stabilitātes obligācijas rada bezatbildīgas rīcības risku, tās arī, visticamāk, būtiski maina budžeta politiku izveidošanas un ieviešanas nosacījumus. Īpaši tas ir tāpēc, ka Eiropas ieteikumi valstu budžeta politikām būtu jāpārvērš materiālos datos ar pašu procesu, kurā iesaistītajām dalībvalstīm tiek noteikts aizņēmumu sadalījums. Stabilitātes obligāciju darbība attiecībā uz visām minētajām pieejām liktu izveidot *ex ante* griestus valsts aizņēmumam, kas savukārt izveidotu vai vismaz ietekmētu valstu budžetus, īpaši plašas pieejas gadījumā (piem., iepriekš minētā 1. pieeja), kurā stabilitātes obligācijām būtu jānosedz visas jaunās finansēšanas vajadzības iesaistītajās valstīs vai lielākā daļa no tām. Šajā saistībā stabilitātes obligācijas var uzskatīt ne tikai par iespējamu bezatbildīgas rīcības avotu, bet arī par labākas budžeta politiku koordinācijas veicinātāju, efektīvi īstenojot uz noteikumiem balstīto sistēmu.

Ja stabilitātes obligācijas nodrošinātu visu valdības finansējumu vai lielu daļu no tā (t. i., 1. pieeja), sadales sistēmas pamatā būtu jābūt skaidri noteiktiem principiem saskaņā ar stabilitātes obligāciju shēmu:

(1) *Lielākā daļa piešķīrumu būtu jābalsta uz pietiekami stabiliem fiskālajiem noteikumiem SIP* sistēmā, piedāvājot dabisku pamatu. Tāpēc noteikumos būtu jāparedz spēcīgi stimuli atbildīgai fiskālajai rīcībai.

(2) *Šajās vadlīnijās būtu jāņem vērā elastības līmenis,* lai attiecīgi rīkotos negaidītas attīstības gadījumos un līdz minimumam samazinātu prociklisku politiku risku. Galvenais jautājums būtu, vai ar papildu stabilitātes obligāciju emisiju tiktu nodrošināta fiskālā elastība, lai rīkotos šoku gadījumos valstī vai eurozonas līmenī, vai būtu jāpaļaujas uz valsts obligāciju emisiju (ja tiek pieļauta tāda iespēja). Jo elastīgāka ir sistēma, jo lielāka vajadzība pēc ierobežojošiem mehānismiem (piemēram, kontroles kontiem), lai nodrošinātu, ka elastību saglabā noteiktajos ierobežojumos, un novērstu parāda izplatību.

(3) *Noteikumos, visticamāk, būtu jāietver arī kāda pakāpeniskās rīcības forma nedrošas fiskālās attīstības gadījumā.* Šī gradācijas forma varētu būt pastiprināta uzraudzība un spēja ietekmēt valstu fiskālās politikas, kā minēts iepriekš.

Turklāt sistēmā varētu iekļaut finanšu stimulus pareizai fiskālo politiku darbībai. Ja stabilitātes obligāciju ienesīgumus var noteikt, balstoties uz tirgu, finansēšanas izmaksas dalībvalstīs var atšķirties atkarībā no to fiskālajām pozīcijām vai fiskālajām politikām, vai to tirgus kredītvērtības, kā atspoguļots valsts obligāciju emisijas riska prēmijā salīdzinājumā ar kopīgo emisiju. Tas radītu stimulu pareizām fiskālām politikām sistēmā un veidotu tirgus disciplīnu plūstošāk un saskaņotāk nekā pašus tirgus. Šādu stimulu, kas automātiski pastāvētu, piemērojot atsevišķu garantiju pieeju, varētu turpmāk stiprināt ar soda mēriem plānu neievērošanas gadījumos.

3.4. Fiskālie nosacījumi, lai iekļūtu sistēmā

Lai izveidotu stabilitātes obligāciju ideālo tēlu, varētu ieviest arī makroekonomiskos un fiskālos nosacījumus dalībvalstīm, lai iekļūtu sistēmā un saglabātu stāvokli tajā. Piemēram, dalībvalstīm var liegt piekļuvi stabilitātes obligācijām, ja tās nav ievērojušas savas saistības attiecībā uz *SIP* vai stiprināto fiskālo sistēmu. Alternatīva būtu, ka dalībvalstīm, kas pārkāpj savus fiskālos mērķus, būtu jāizveido (papildu) nodrošinājums jaunu stabilitātes obligāciju emisijai vai tām tiktu piemērota augstāka procentu likme. Piekļuvi varētu ierobežot atkarībā no neatbilstības līmeņa, t. i., nobīde no vispārējā valdības budžeta par katru procentpunktu no IKP varētu samazināt tiesības emitēt stabilitātes obligācijas par konkrētu procentpunktu no IKP apjoma.

No šīs pieejas varētu sagaidīt dažādus ieguvumus:

– Pirmkārt, līdz līmenim, kādā dalībvalstis vēlas būt iesaistītas stabilitātes obligāciju sistēmā, tām jābūt papildu stimuliem, lai pilnībā ieviestu konsolidācijas un reformu pasākumus, ko tās jau ir uzņēmušās, tāpat kā konverģences pasākumus, kas tika veikti, lai ieviestu euro.

– Otrkārt, finanšu tirgi un sabiedrības kopumā uzskatītu apvienošanas plānus par ticamākiem, ņemot vērā stabilitātes obligāciju perspektīvu. Tāpēc perspektīva izveidot stabilitātes obligācijas varētu vairot uzticību jau relatīvi tuvā laika posmā. Šāda atjaunota uzticība varētu faktiski atvieglot fiskālās korekcijas dažās valstīs.

– Visbeidzot, stingri fiskālie nosacījumi attiecībā uz iesaistīšanos un turpmāku dalību būtu noderīgi, lai samazinātu parāda līmeni un aizņēmuma nepieciešamību, pirms attiecīgās valstis sāk emitēt stabilitātes obligācijas. Tādā veidā stabilitātes obligāciju riska prēmijas un ienesīgumi varētu tikt samazināti.

Šāda pieeja nozīmētu, ka dalībvalstīm būtu jāsaglabā atlikušās finanšu iespējas, gadījumā, ja tās neatbilst šiem nosacījumiem. Tāpēc stabilitātes obligācija ne vienmēr aizstātu visu obligāciju emisiju eurozonas dalībvalstīs. Būtu jānorīko arī iestāde vai struktūra, kas ir atbildīga par atbilstības uzraudzību šiem iesaistīšanās kritērijiem (piemēram, bet ne obligāti, parādu pārvaldes birojs (*DMO*)).

4. IEVIEŠANAS PROBLĒMAS

4.1.1. Organizatoriskā sistēma

Būtu jāizskata daudzas tehniskās problēmas attiecībā uz stabilitātes obligāciju emisijas organizāciju. Vissvarīgāk būtu noteikt finansēšanas darbību institucionālo struktūru, t. i., vai būtu jāizveido centralizēts parādu pārvaldes birojs (*DMO*) vai arī būtiskas funkcijas decentralizēti varētu veikt valsts kases un valstu *DMO*. Attiecībā uz decentralizētu pieeju emisija būtu jāveic saskaņā ar vienotiem nosacījumiem un procedūrām un tai būtu nepieciešams augsts koordinēšanas līmenis. Lai arī centralizēta pieeja atvieglotu obligāciju emisiju koordinēšanu, tai tomēr būtu nepieciešama sīkas un uzticamas informācijas piegāde par dalībvalstu finanšu vajadzībām, lai emisijas varētu plānot. Attiecībā uz centrālā emisijas aģenta struktūru ir pieņemami vairāki risinājumi, tostarp: a) Eiropas Komisija varētu pildīt *DMO* lomu, kas ļautu ātri ieviest stabilitātes obligācijas un izmantot šo instrumentu pašreizējās krīzes pārvaldīšanai; b) EFSI/ESM varētu pārveidot par pilna apjoma *DMO*; vai c) varētu izveidot jaunu ES *DMO*[28], kam būtu nepieciešams laiks, lai sāktu darbību. Nevar aprēķināt precīzas stabilitātes obligāciju ieviešanas administratīvās izmaksas, ja iepriekš nav noteikti visi citi faktori. To lielums ietekmētu arī dalībvalstu budžetus.

Būtiska tehniska problēma būtu — kā centralizēts *DMO* varētu vēlreiz aizdot iegūtos līdzekļus dalībvalstīm. Principā būtu divi risinājumi, kurus varētu arī apvienot: a) vēlreizējs aizdevums tiešu aizdevumu formā, kurā dalībvalstis saņemtu savu finansējumu ar aizdevuma nolīgumu; un b) *DMO* veikta tieša visu vai noteikta apjoma valdības obligāciju pārpirkšana no dalībvalstīm pamattirgū. Otrais risinājums ļautu *DMO* vajadzības gadījumā pārpirkt arī nenomaksātos valdības parādus sekundārajā tirgū.

Būtu jāorganizē arī obligāciju atmaksāšana. Vistiešākais veids, kā to izdarīt, būtu to pārcelšana no valsts iestādēm emitentam aģentam, kas organizētu atmaksāšanu obligāciju turētājiem. Lai nodrošinātu tirgus dalībnieku ticību, ka parāda apkalpošana vienmēr ir garantēta un netiek kavēti maksājumi, *DMO* būtu jānodrošina stabila un paredzama ienākumu plūsma. Lai arī dalībvalstīm būtu jāgarantē savas iestādes saistību ievērošana, būtu jāpārbauda, vai tas būtu pietiekami vai arī būtu vajadzīgi skaidras naudas amortizatori ar papildu nodrošinājumu. Pašreizējie valsts parādu pārvaldes biroji ir valsts fiskālo iestāžu daļa, ko atbalsta valdības iestāde, kas iekasē nodokļus. Parādu pārvaldes birojam pārnacionālā līmenī nebūtu šāda tieša saikne ar nodokļu ieņēmumiem, kas varētu samazināt emitējamo parāda instrumentu akceptēšanu tirgū.

Arī ar stabilitātes obligācijām būtu nepieciešama dalībvalstu likviditātes pārvaldība. Praktiski būtu gandrīz neiespējami izveidot obligāciju emisiju tādā veidā, lai tā perfekti atbilstu dalībvalstu maksājumu plūsmām. Tāpēc stabilitātes obligāciju emisija būtu jāpapildina ar ikdienas likviditātes pārvaldību, ko varētu veikt valstu iestādes. Viens risinājums būtu tāds, ka stabilitātes obligāciju emisija fokusētos uz vidēja termiņa finansēšanas vajadzībām un valstu iestādes pārvaldītu savus maksājumu profilus ar īstermiņa depozītiem un aizdevumiem vai parādzīmēm. Neatkarīgi no organizatoriskās sistēmas būtu jāizveido procedūras, lai koordinētu atsevišķu dalībvalstu finansēšanas plānus ar mērķi izveidot etalona emisijas un pilnīgu etalona ienesīguma līkni.

4.1.2. Attiecības ar ESM

A Lai izveidotu aģentu kopīgai stabilitātes obligāciju emisijai eurozonas dalībvalstīs varētu noderēt skaidri sadalīti uzdevumi, izmantojot Eiropas stabilizācijas mehānismu.

---

[28] Pārejas posmā varētu būt COM aģentūra ar COM personālu un pagaidu valsts *DMO* personālu, ko vēlāk vajadzības gadījumā varētu pārveidot par *DMO*.

Principā var pieņemt divus galvenos viedokļus: ESM varētu uzskatīt par būtībā lieku, jo kopīga emisija kopā ar pastiprinātiem fiskālās uzraudzības noteikumiem varētu uzņemties lomu organizēt dalībvalstu valdību parastās finanses, kā arī ārkārtējās papildu finanses gadījumā, ja dalībvalstī ir nopietnas grūtības. Tomēr parāda pārvaldības un ārkārtas finansējuma lomu apvienošana varētu būt suboptimāla un radīt lomu sajukumu, stimulu un pārvaldības pavājināšanos un pārāk sarežģītu vienīgo finansēšanas iestādi. Tāpēc ESM varētu palikt kā atsevišķs parāda emitents ar mērķi organizēt un ievērot ārkārtas finansēšanas vajadzības.

Izvēle sadarboties ar ESM būtu atkarīga arī no attiecīgās stabilitātes obligāciju ieviešanas pieejas. ESM varētu uzskatīt par praktiski lieku stabilitātes obligāciju 1. pieejas gadījumā. Piemērojot šo pieeju, kas paredz gandrīz pilnīgu dalībvalstu finansējuma vajadzību nosegšanu, varētu ietvert arī ārkārtas papildu finansējuma vajadzības. Situācija šķiet daudz mazāk skaidra 2. un 3. pieejas gadījumā, kad dalībvalstis turpinātu emitēt valsts obligācijas paralēli kopīgai stabilitātes obligāciju emisijai. Var pat apsvērt ESM sistēmas izmantošanu pirmajā posmā virzībā uz stabilitātes obligāciju ieviešanu. Tā kā ESM pamatā būs atsevišķas dalībvalstu garantijas, pakāpenisku stabilitātes obligāciju ieviešanu, balstoties uz atsevišķu (bet ne kopīgu) garantiju, t. i., izmantojot 3. pieeju, varētu papildināt ar ESM finansēšanu un emisiju, kas paplašinātu tā pašreizējo lomu sniegt ārkārtas finanšu atbalstu. Principā solidārās garantijas vēlākā posmā varētu piemērot ESM.

4.1.3. Emisijas tiesiskais režīms

Jāapsver arī atbilstošs stabilitātes obligāciju emisijas tiesiskais režīms. Pašlaik valdības obligācijas tiek emitētas saskaņā ar valsts tiesību aktiem. Starptautisku obligāciju emisijai bieži izmanto Anglijas tiesību aktus vai, ja mērķa tirgus ir ASV, Ņujorkas tiesību aktus. Līdzvērtīgs ES regulējums stabilitātes obligāciju emisijai neeksistē. Lai gan parastā prakse starptautisku obligāciju emisijā ir paļauties uz ārvalstu tiesību aktiem, varētu būt problēma, ja visu valdības parādu sedz Apvienotās Karalistes vai ASV tiesību akti, jo anglosakšu judikatūras pieeja atšķiras no tiesību sistēmas daudzās dalībvalstīs. Būtu jāvienojas arī par attiecīgo tiesu iestādi.

4.1.4. Dokumentācija un tirgus principi

Būtu jāpieņem lēmums par finansēšanas risinājumu, drošības nosacījumiem un tirgus principiem. Reģistrētam emitentam izsoles būtu piemērotākais emisijas risinājums. Sindikācijai ir tāda priekšrocība, ka finanšu nozare ir iesaistīta instrumentu tirgdarbībā un vērtspapīru cena ir paredzamāka. Turklāt raksturīgos lielos apjomus var aizstāt ar sindikāciju, jo tā sasniedz arī privātos ieguldītājus. Turklāt būtu jāparedz dažādi drošības nosacījumi un tirgus principi. Svarīgākās ir tās, kas ir aprakstītas 4. pielikumā.

4.1.5. Grāmatvedības problēmas

Vēl viena problēma, kas jānoskaidro, ir stabilitātes obligāciju piemērošana valstu grāmatvedības noteikumiem. Īpaši jāizskata jautājums par to, kā valstu parāda un IKP attiecību ietekmētu stabilitātes obligācijas saskaņā ar dažādām garantiju struktūrām. Nozīmīgs vērā ņemamais jautājums būtu jebkura jaunā emitenta raksturs.

5. SECINĀJUMI UN TURPMĀKĀ VIRZĪBA

Kopīgai eurozonas dalībvalstu stabilitātes obligāciju emisijai ir būtiski iespējamie ieguvumi. Tie ietver iekšējā tirgus padziļināšanu un kapitāla tirgu efektivitātes paaugstināšanu, palielinot finanšu nozares un valdības finansējuma stabilitāti un šoka elastību,

palielinot eurozonas finanšu tirgu un euro valūtas pievilcību pasaules līmenī un samazinot pārmērīga tirgus pesimisma ietekmi uz valsts aizņēmumu izmaksām.

Tomēr stabilitātes obligāciju ieviešana ir saistīta arī ar būtiskām problēmām. Tās pienācīgi jāņem vērā, lai pilnībā izmantotu ieguvumus un novērstu iespējamo trūkumu ietekmi. Īpaši būtu jāizveido pietiekami stabila budžeta disciplīnas un ekonomiskās konkurences sistēma valsts līmenī un spēcīgāka valsts budžeta politiku kontrole no ES puses, jo īpaši risinājumiem ar solidārām garantijām, lai ierobežotu bezatbildīgu rīcību starp eurozonas dalībvalstīm, ko rada stabilitātes obligācijas kredītkvalitāte un tiesiskās noteiktības nodrošināšana.

Daudzos stabilitātes obligāciju emisiju risinājumus var iedalīt trīs plašākās pieejās. Šīs pieejas ietver pilnīgu valsts obligāciju emisijas aizstāšanu ar stabilitātes obligāciju emisiju ar solidārām garantijām, daļēju valsts obligāciju emisijas aizstāšanu ar stabilitātes obligāciju emisiju ar tādām pašām garantijām un daļēju valsts obligāciju emisijas aizstāšanu ar stabilitātes obligāciju emisiju ar atsevišķām garantijām. Šie risinājumi ietver atšķirīgus kompromisus starp gaidāmajiem ieguvumiem un vajadzīgajiem priekšnosacījumiem.

Īpaši tādēļ, ka būtu nepieciešami dažāda apjoma grozījumi ES Līgumā (LESD), katram risinājumam būtu vajadzīgs atšķirīgs ieviešanas laiks. Šķiet, ka, piemērojot vistālejošāko 1. pieeju, būtu vajadzīgi vislielākie grozījumi Līgumā un administratīvie sagatavošanas pasākumi kopīgo obligāciju ieviešanas un paralēlas ekonomikas pārvaldības stiprināšanas dēļ. Arī piemērojot 2. pieeju, būtu vajadzīgs ievērojams laiks tās ieviešanai. Pretēji, 3. pieeja šķiet iespējama bez lieliem grozījumiem Līgumā, un tāpēc tās ieviešana aizņemtu mazāk laika.

Šajā dokumentā minētie ieteikumi un konstatējumi tomēr ir pētnieciska rakstura un ne visi vērā ņemamie jautājumi vēl ir izskatīti. Turklāt daudzi iespējamie ieguvumi un problēmas ir apskatīti tikai kvalitatīvā nozīmē. Sīka šo dažādo aspektu kvantificēšana būtu sarežģīta un/vai tai vajadzētu veikt plašāku analīzi un iegūt informāciju no dažādām personām. Tāpat daudzos gadījumos risināmās problēmas vai pieņemamie lēmumi ir identificēti, bet nav atrisināti.

Lai to izdarītu, jāveic analītiskāks darbs un konsultācijas. Vairākām galvenajām koncepcijām, iespējamiem mērķiem un ieguvumiem, prasībām un ieviešanas problēmām vajadzīga daudz sīkāka izskatīšana un analīze. Šajā saistībā būtisks ir galveno ieinteresēto personu viedoklis. Jo īpaši atbilstoši jāapspriežas ar dalībvalstīm, finanšu tirgu dalībniekiem, finanšu tirgu nozares asociācijām, akadēmiķiem ES un ārpus tās robežām un plašāku sabiedrību. Šīs apspriešanas rezultāti būtu jāatspoguļo iespējamās stabilitātes obligāciju ieviešanas turpmākajā izpētē.

Attiecīgi Komisija ir nolēmusi uzsākt plašu apspriešanu[29] par šo zaļo grāmatu, kas notiks līdz [2012. gada 8. janvārim][30]. Komisija gaidīs visu attiecīgo iepriekš minēto ieinteresēto personu viedokļus un citu iestāžu ieteikumus. Pamatojoties uz šīm atbildēm, Komisija atbilstošā veidā izteiks savu atzinumu līdz [2012. gada februāra vidum].

---

29 Atbildes var sūtīt, izmantojot visus parastos kanālus, tostarp īpaši izveidotu e-pasta adresi: ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu; (tīmekļa vietne: http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm).

30 Lai ietaupītu laiku, parastās apspriešanas laiks — 8 nedēļas — ir saīsināts, kas šķiet pamatoti tāpēc, ka stabilitātes obligāciju/ euroobligāciju koncepcija jau diezgan ilgu laiku ir tikusi plaši apspriesta.

1. pielikums. Galvenie statistiskie dati par valdības obligāciju tirgiem

Dalībvalsts	Kopējais valdības parāds			Centrālās valdības parāds	Valdības obligāciju ienesīgumi	Kredītsaistību nepildīšanas mijmaiņas darījumu iegādes un pārdošanas cenu starpība	Kredītreitings
	EUR miljardi 2010. gada beigās	% no IKP 2010. gada beigās	% no eurozonas 2010. gada beigās	% no IKP 2010. gada beigās	% gadā 10 gados līdz 8.11.2011.	Bāzes punkti gadā; 5 gadu līgumos līdz 8.11.2011.	*Standard & Poor* reitingi, 8.11.2011.
Beļģija	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Vācija	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Igaunija	1,0	6,7	0,0	3,3	nav	nav	AA-
Grieķija	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	nav	CC
Spānija	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Francija	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Īrija	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Itālija	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Kipra	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	nav	BBB-
Luksemburga	7,7	19,1	0,1	17,4	nav	nav	AAA
Malta	4,3	69	0,1	68,9	nav	nav	A
Nīderlande	369,9	62,9	4,7	57,3	2,2	99,6	AAA
Austrija	205,6	71,8	2,6	66,2	3,0	159,9	AAA
Portugāle	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Slovēnija	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Slovākija	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Somija	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
eurozona	7822,4	85,4	100	71,6	nav	nav	nav
salīdzinājumam ASV	*10258*	*94,4*			*2,08*	*47.5*	*AA+*

Avots: Eurostat, IMF, S&P, Bloomberg

2. pielikums. Īss literatūras pārskats par stabilitātes obligācijām

Akadēmiķi, finanšu analītiķi un politikas veidotāji ir publicējuši daudzus dokumentus, apspriežot euroobligāciju (stabilitātes obligāciju) ideju. Šajā pielikumā apkopoti šie līdz šim publicētie darbi, sagrupējot tos pēc priekšlikumu galvenajām iezīmēm.

– *Kredītkvalitāte un garantiju struktūra*. Lielākā daļa autoru uzsver „droša patvēruma" statusa nozīmi, ko euroobligācijām vajadzētu izveidot un kas atspoguļotos reitingā. Augstākā kredītkvalitāte būtu nodrošināta galvenokārt ar garantiju struktūru un/vai priekšrocības statusu. Divi galvenie garantiju veidi, ko piemērot euroobligācijām, ir radušies, izmantojot šādus rakstus: i) solidārās garantijas (*Jones*, *Delpla* un *von Weizsäcker, Barclays Capital, Favero* un *Missale, J. P. Morgan*), ar kurām katra valsts katru gadu garantē visu euroobligāciju emisiju, un ii) *pro-rata* garantijas (*Juncker* un *Tremonti, De Grauwe* un *Moesen, BBVA*), ar kurām valsts garantē tikai noteiktu emisijas daļu. *Favero* un *Missale* uzsver, ka euroobligācija ar solidārām garantijām varētu samazināt krīzes transmisijas risku un ar to saistītos riskus. No otras puses, autori, kas atbalsta *pro-rata* garantiju, apgalvo, ka tā mazina bezatbildīgu rīcību. *Capaldi* apvieno *pro-rata* garantiju ar kredīta kvalitātes uzlabojumiem (skaidras naudas amortizatori, pārgarantēšana, kapitāls utt.), lai nodrošinātu augstāko kredītreitingu. *Delpla* un *Weizsäcker*, *Barclays Capital*, *Dübel* iesaka nodrošināt euroobligāciju kredītkvalitāti, piešķirot tām priekšrocību pār valsts garantijām, apgalvojot, ka pat galējā valsts saistību nepildīšanas gadījumā atgūšanas vērtība būtu pietiekami augsta, lai pilnībā apkalpotu garantijas ar priekšrocībām. *Dübel* piedāvā pavisam atšķirīgu pieeju, ka ESM varētu daļēji nodrošināt valsts obligācijas (ar priekšrocībām).

– *Bezatbildīga rīcība*. Bezatbildīga rīcība vājāku fiskālās disciplīnas stimulu dēļ ir galvenais arguments, kas izteikts pret stabilitātes obligācijām, un visplašāk diskutētā problēma visos priekšlikumos (īpaši *Issing* priekšlikumā). Daži autori iesaka ierobežot dalībvalstu emitēto euroobligāciju apjomu, bieži, piemērojot parāda griestus 60 % apmērā, kā noteikts *SGP*. Jebkāds vajadzīgais papildu aizņēmums būtu jāfinansē ar valsts obligācijām. Šī ideja ir plašāk apskatīta „zilo" obligāciju koncepcijā *Delpla* un *von Weizsäcker* priekšlikumā, kurā ieteikts sadalīt emisiju starp „zilajām" obligācijām, t. i., pilnībā likvīdām un drošām (ko solidāri garantē iesaistītās valstis) obligācijām ar priekšrocības statusu, un „sarkanajām" obligācijām — tīrām valsts obligācijām bez priekšrocības. „Sarkano" obligāciju cena dotu stimulu valdībām uzturēt budžeta kontroli. Līdzīgi *Jones* un *Barclays Capital* iesaka uzlikt ierobežojumus gan parādam, gan budžeta deficītam, kas ļautu pakāpeniski samazināt parāda attiecību pret IKP. Papildus euroobligāciju emisijas apjoma ierobežošanai *Favero* un *Missale* iesaka risināt bezatbildīgas rīcības problēmu ar kompensācijas shēmu, kas balstīta uz katras dalībvalsts maksāto procentu indeksāciju (kā tās kredītriska prēmijas vai fiskālo parametru funkcija). *Boonstra, De Grauwe* un *Moesen, BBVA* un *Natixis* iesaka dažādus prēmiju/ soda mēru sistēmas veidus atkarībā, piemēram, no atsevišķu dalībvalstu spējas samazināt savu kopējo valdības budžeta deficītu un parādu.

– Visi autori piekrīt, ka fiskālās disciplīnas pastiprināšana būtu jebkura euroobligāciju projekta pamats, neatkarīgi no tā darbības jomas un garantiju struktūras. Bez „sarkano" valsts obligāciju emisijas *Favero* un *Missale* iesaka ierobežot dalībvalstu ar augstāko kredītreitingu iesaistīšanos vai emitēt tikai īstermiņa instrumentu ar zemu risku, piemēram, parādzīmes. *Barclays, BBVA, Delpla* un *von Weizsäcker, Eijffinger, Becker* un *Issing* paredz neatkarīgu fiskālās revīzijas iestāžu un īpašu eurozonas iestāžu izveidošanu, kas koordinētu fiskālās un ekonomikas politikas. Saskaņā ar *Delpla* un *Weizsäcker* sarežģīto sistēmu neatkarīga stabilitātes padome izveidotu priekšlikumu par ikgadējo sadalījumu. Šo sadalījumu attiecīgi apstiprinātu iesaistīto dalībvalstu valsts parlamenti, kuru pakļautībā ir

galīgā budžeta iestāde, kas emitē („zilo”) euroobligāciju kopīgās garantijas. Jebkura valsts, kura balso pret ieteikto sadalījumu, attiecīgi izlemtu vispār neemitēt („zilās”) euroobligācijas nākamajā gadā un vispār negarantēt „zilās” obligācijas, kas emitētas attiecīgajā periodā. *Boonstra* iesaka, ka valstis, kuras pārkāpj noteikumus, būtu nekavējoties nopietni jāsoda, piemēram, atņemot ES budžeta līdzekļus un balsstiesību politisko ietekmi ECB iestādēs.

– *Emisijas praktiskie aspekti.* Lielākā daļa autoru iesaka izveidot kopīgu parāda aģentūru, kas koordinētu emisiju un pārvaldītu parādu. Priekšlikumos, kuros ieteikts „zili sarkano” obligāciju veids, valsts parāda daļas emisija paliktu valsts kases pārziņā.

– *Iesaistīto valstu darbības joma*. *Becker* uzskaita risinājumus attiecībā uz iesaistīšanos euroobligāciju emisijā. Tie varētu būt šādi: i) valstis ar vienādu reitingu emitē kopīgas obligācijas; ii) kopīgas obligācijas ar *ad hoc* pamatojumu, līdzīgas kopīgajām obligācijām, ko emitē dažas Vācijas federālās zemes; iii) iesaistīšanās kopīgo valdības obligāciju emisijā tikai tad, ja EMS valstis to nosaka, izmantojot pārliecinošu fiskālo konsolidāciju uzplaukuma laikos; vai iv) Vācija un Francija atbalsta vienu likvīdu īstermiņa instrumentu vai kopīgu Eiropas tirgu tikai parādzīmēm.

3. pielikums. Pārskats par saistītajiem pastāvošajiem instrumentiem

1. Eiropas Savienība

Eiropas Komisija Eiropas Savienības vārdā pašlaik uztur trīs programmas, saskaņā ar kurām tā var piešķirt aizdevumus, emitējot parāda instrumentus kapitāla tirgos, parasti uz kompensējošu darbību pamata. Visas struktūras sniedz valsts aizdevumu. ES ir pilnvarota saskaņā ar Līgumu par Eiropas Savienības darbību izveidot aizņēmumu un garantiju programmas, kas mobilizē finanšu resursus, lai īstenotu tās pilnvaras.

– Saskaņā ar *MB programmu* ES sniedz finanšu atbalstu dalībvalstīm, kuras neatrodas eurozonā un kurās pastāv nopietnas maksājumu bilances (MB) grūtības (LESD 143. pants).

– Saskaņā ar *EFSM programmu* Eiropas Komisija ir pilnvarota slēgt līgumus par aizņēmumiem ES vārdā ar mērķi finansēt aizdevumus, kas izsniegti saskaņā ar Eiropas finanšu stabilizācijas mehānismu (Padomes 2010. gada 11. maija Regula Nr. 407/2010). Kopš 2010. gada decembra atbalsta programmas Īrijai un Portugālei ir apstiprinātas par attiecīgi EUR 22,5 miljardiem un EUR 26 miljardiem.

– *MFA programma* nodrošina aizdevumus valstīm ārpus Eiropas Savienības. Finansiāla palīdzība makroekonomikas līmenī (*MFA*) ir uz politiku balstīts finanšu instruments, ar ko piešķir nesaistītu un nenoteiktu maksājumu bilances atbalstu trešām sadarbības valstīm (LESD 212. un 213. pants). Atbalstu piešķir vidēja termiņa/ ilgtermiņa aizdevumu vai dotāciju veidā vai apvienojot šos instrumentus, un tas papildina finansējumu, kas piešķirts saskaņā ar Starptautiskā Valūtas fonda reformu programmu[31].

Kredītreitings

ES AAA reitings ir vairāku faktoru atspoguļojums. Aizņēmumi ir tieši ar ES bezierunu saistībām, un tos garantē visas ES dalībvalstis. Budžeta līdzekļi gandrīz pilnībā tiek iegūti no dalībvalstu maksātajiem ienākumiem neatkarīgi no valstu parlamentiem, ietverot ES importa tarifus un nodevas un nodokļus par katras dalībvalsts PVN ieņēmumiem un NKI. Ar šādu pamatojumu ES emitētās obligācijas ir pilnībā bez riska, un tās var izmantot kā nodrošinājumu ECB.

Attiecībā uz visiem aizņēmumiem uz ieguldītājiem attiecas ES kredītrisks, nevis finansēto aizdevumu saņēmēju kredītrisks. Ja saņēmēja valsts nepilda saistības, maksājums tiek segts no ES budžeta (EUR 127 miljardi 2011. gadā). ES dalībvalstīm ir ES Līgumā noteikts tiesisks pienākums paredzēt finansējumu, lai atbilstu visām ES saistībām.

ES emisijas galvenās iezīmes

ES līdz šim ir emitējusi etalona apjoma obligācijas saskaņā ar savu Vidēja termiņa euro parādzīmju programmu (*EMTN*), kuru kopējais apjoms ir EUR 80 miljardi, ņemot vērā emisiju saskaņā ar EFSM programmu. Etalona emisijas atjaunošana sākās 2008. gada beigās, un to veicināja krīze.

Ar EFSM programmas izveidošanu Īrijai un Portugālei ES ir kļuvusi par biežu etalona emitentu. Kopējais aizņēmumu plāns saskaņā ar EFSM programmu 2011. gadā ir aptuveni EUR 28 miljardi (EUR 13,9 miljardi Īrijai, EUR 14,1 miljards Portugālei; saskaņā ar MB un *MFA* programmu: aptuveni EUR 2 miljardi). Finansējumu piešķir tikai euro valūtā.

Tā kā ES atbalstam ir vidēja termiņa raksturs, termiņš parasti ir no 5 līdz 10 gadiem, bet to var pagarināt no 3 līdz 15 gadiem vai izņēmuma gadījumos līdz 30 gadiem.

---

[31] Sīkāka informācija vietnē: http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm

Kompensējošās darbības aizdevumiem nodrošina, ka ES budžets neuzņemas nekādu procentu likmes vai ārzemju valūtas maiņas kursa risku. Neskatoties uz kompensējošo darbību metodoloģiju, obligāciju parāda apkalpošana ir Eiropas Savienības pienākums, kas nodrošina laicīgu obligāciju apmaksāšanu.

Kā bieža etalona aizņēmēja ar iepriekš minētajiem parametriem ES paredz izveidot likvīdu ienesīguma līkni. ES uztic galvenajiem vadītājiem izveidot aktīvu sekundāro tirgu, vienmēr kotējot divvirzienu cenas, un uzrauga, lai šīs saistības tiktu ievērotas.

ES finansējuma noteikšana

ES aizdevumi tiek finansēti tikai no līdzekļiem, kas iegūti kapitāla tirgos, nevis no citu dalībvalstu vai budžeta līdzekļiem.

Iegūtie līdzekļi principā tiek aizdoti saņēmējai valstij ar kompensējošām darbībām, t. i., ar to pašu kuponu, termiņu un apjomu. Šis kompensējošo darbību princips uzliek ierobežojumus ES emisijai, t. i., emitēto finanšu instrumentu īpašības nosaka aizdevuma darījums, tādējādi nosakot prasību, ka nav iespējams piešķirt termiņu vai apjomu, kas atšķiras no aizdevuma.

Padomes lēmumā noteikts kopējais valsts programmas apjoms, aizdevuma daļas un maksimālais vidējais aizdevuma paketes termiņš. Attiecīgi Komisijai un saņēmējai valstij jāvienojas par aizdevuma/finansējuma parametriem un to daļām. Turklāt visas aizdevuma iemaksas, izņemot pirmo iemaksu, ir atkarīgas no atbilstības dažādiem politikas nosacījumiem, kuri līdzinās SVF paketēm, kas ir vēl viens faktors, kurš ietekmē finansējuma piešķiršanas laiku. Tas nosaka, ka emisijas laiks un termiņi ir atkarīgi no attiecīgās ES aizdošanas darbības.

EFSM process

(1) Dalībvalsts, kurā ir nopietnas ekonomiskās vai finansiālās grūtības, ko rada ārkārtēji apstākļi, kurus tā nespēj kontrolēt, var prasīt ES atbalstu saskaņā ar EFSM programmu.

(2) ES Padome pieņem lēmumu ar kvalificētu balsu vairākumu, pamatojoties uz Eiropas Komisijas ieteikumu.

(3) Dalībvalsts apspriež ekonomikas stabilizācijas programmu ar Eiropas Komisiju sadarbībā ar SVF un ECB.

(4) Saņēmēja dalībvalsts apspriež ar Eiropas Komisiju Saprašanās memoranda (SM) un aizdevuma nolīguma detaļas un pieņem lēmumu par aizdevuma ieviešanu.

(5) Pēc SM un aizdevuma nolīguma parakstīšanas un saņēmējas dalībvalsts izmaksu pieprasījuma starptautiskajos kapitāla tirgos tiek savākti līdzekļi un tiek piešķirta pirmā daļa. Nākamās aizdevuma daļas piešķir, kad ES Padome ir novērtējusi dalībvalsts atbilstību programmas nosacījumiem.

2. Eiropas finanšu stabilizācijas instruments (EFSI)

Eiropas finanšu stabilizācijas instrumentu (EFSI 1.0) izveidoja eurozonas dalībvalstis pēc *ECOFIN* Padomes 2010. gada 9. maijā pieņemtā lēmuma. EFSI 1.0 tika izveidots kā Luksemburgā reģistrēts uzņēmums. Galvenais EFSI mērķis ir sniegt finanšu palīdzību eurozonas dalībvalstīm. Kā daļu no kopējās atbalsta paketes EUR 750 miljardu apjomā EFSI saņēma eurozonas dalībvalstu garantijas EUR 440 miljardu apjomā, ko tālāk aizdot eurozonas dalībvalstīm, kurām ir finansiālas grūtības, ievērojot ES/SVF ekonomikas stabilizācijas programmas nosacījumus.

Aizdošanas iespējas

Saskaņā ar EFSI 1.0 efektīvās EFSI aizdošanas iespējas ir EUR 255 miljardi, lai saglabātu EFSI obligāciju AAA reitingu (sk. turpmāk).

Kredītreitings

Kredītreitinga aģentūras ir piešķīrušas EFSI 1.0 AAA reitingu. Tomēr saskaņā ar sākotnējo vienošanos (EFSI 1.0) tas ir samazinājis aizdošanas iespējas, jo katrs EFSI aizdevums ir jānodrošina ar i) AAA reitinga valstu garantijām; ii) skaidras naudas summu, kas ir vienāda ar attiecīgo EFSI naudas rezerves daļu; un iii) aizdevumam pielāgotu skaidras naudas amortizatoru. AAA reitings būtībā ir balstīts uz šādiem četriem elementiem:

(1) *Garantiju mehānisms*: Garantiju nolīgums starp eurozonas dalībvalstīm nosaka, ka tām jāemitē neatsaucama un beznosacījumu garantija EFSI emitēto finanšu instrumentu plānotajiem procentu maksājumiem un bāzes maksājumam. Turklāt garantija nosedz līdz 120 % no katras eurozonas dalībvalsts jebkādu EFSI obligāciju daļas (pamata un procentu), ko nosedz arī attiecīgās garantiju saistības, kas noteiktas EFSI pamatnolīguma 1. pielikumā. Jebkāds šāda seguma deficīts jānosedz ar skaidras naudas rezervēm un skaidras naudas amortizatoru.

(2) Skaidras naudas rezerve: Aizņēmējam piešķirtie līdzekļi ir neto summa bez iepriekšējās pakalpojuma maksas, ko aprēķina kā 50 bāzes punktus no katra aizdevuma kopējās pamatsummas, un neto pašreizējā vērtība bez procentu likmes, ko piemēro katram aizdevumam saskaņā ar līgumā noteiktu likmi līdz tā paredzētā termiņa beigām.

(3) *Aizdevumam piesaistīts skaidras naudas amortizators*. Katru reizi, kad dalībvalstij tiek piešķirts aizdevums, EFSI jāizveido aizdevumam piesaistīts skaidras naudas amortizators tādā apjomā, lai katrs EFSI aizdevums būtu pilnībā nosegts ar AAA garantijām un skaidras naudas summu, kas ir vienāda ar attiecīgo EFSI naudas rezerves daļu kopā ar attiecīgo aizdevumam piesaistīto skaidras naudas amortizatoru.

(4) *Iespējamais papildu atbalsts*. Saskaņā ar EFSI pamatnolīgumu EFSI programmas apjomu var mainīt ar vienbalsīgu garantētāju piekrišanu. Tomēr EFSI iespējas nevar paplašināt bezgalīgi, jo tas var nelabvēlīgi ietekmēt garantētāju AAA reitinga valstu kredītpozīcijas. Ja kāda no šīm valstīm zaudē AAA reitingu, EFSI iespējas samazinās par attiecīgās valsts sniegtās garantijas summu.

EFSI emitētās obligācijas ir pilnīgi bez riska un ir ECB repo tiesīgas. EFSI kredītreitingu var nelabvēlīgi ietekmēt iespējama eurozonas dalībvalstu, jo īpaši AAA reitinga garantētāju, kredītvērtības pazeminināšanās. Tā kā EFSI ir nosegts ar atsevišķām garantijām, vienas AAA reitinga garantētājas valsts reitinga pazeminināšanās pazeminātu EFSI AAA reitingu, ja netiek veikti turpmāki kredīta kvalitātes uzlabojumi.

Nosacītība

Jebkurš EFSI finanšu atbalsts, kas saistīts ar ekonomikas stabilizācijas programmu, tostarp stingra politikas nosacītība, ir noteikts Saprašanās memorandā (SM). Komisija apspriež SM ar saņēmēju valsti sadarbībā ar ECB un SVF.

Lēmumu pieņemšana

Lēmumi piešķirt EFSI līdzekļus tiek pieņemti vienbalsīgi.

3. Eiropas finanšu stabilizācijas instruments (EFSI 2.0)

EFSI pamatnolīgums ir grozīts, lai paaugstinātu kopējās aizdošanas iespējas līdz EUR 440 miljardiem.

Aizdošanas iespējas

Saskaņā ar EFSI 2.0 efektīvās EFSI aizdošanas iespējas ir EUR 440 miljardi, lai saglabātu EFSI obligāciju AAA reitingu (sk. turpmāk).

Kredītreitings

Kredītreitinga aģentūras ir piešķīrušas EFSI 2.0 AAA reitingu. Lai palielinātu efektīvo EFSI aizdošanas iespēju līdz EUR 440 miljardiem, ir pārskatīts EFSI pamatnolīgums ar mērķi paaugstināt AAA reitinga valstu garantijas līdz EUR 440 miljardiem. Būtībā AAA reitings ir balstīts tikai uz vienu elementu — garantiju mehānismu.

Garantiju nolīgums starp ES dalībvalstīm nosaka, ka tām jāemitē neatsaucama un beznosacījumu garantija EFSI emitēto finanšu instrumentu plānotajiem procentu maksājumiem un pamata maksājumam. Turklāt garantija nosedz līdz 165 % no katras eurozonas dalībvalsts jebkādu EFSI obligāciju daļas (pamata un procentu), kā paredzēts attiecīgajās garantiju saistībās EFSI pamatnolīguma 1. pielikumā. EFSI emitētās obligācijas ir pilnīgi bez riska un ir ECB repo tiesīgas.

EFSI kredītreitingu var nelabvēlīgi ietekmēt iespējama jebkuras eurozonas dalībvalsts, jo īpaši jebkura AAA reitinga garantētāja, kredītvērtības pazeminināšanās. Tā kā EFSI ir nosegts ar atsevišķām garantijām, vienas AAA reitinga garantētājas valsts reitinga pazeminināšanās pazeminātu EFSI AAA reitingu, ja netiek veikti turpmāki kredīta kvalitātes uzlabojumi.

Nosacītība

Jebkurš EFSI finanšu atbalsts ir saistīts ar stingru politikas nosacītību, kas noteikta Saprašanās memorandā (SM). Komisija apspriež SM ar saņēmēju valsti sadarbībā ar ECB un SVF. Bez aizdevumu piešķiršanas makroekonomikas pārkārtojumu programmas ietvaros EFSI var piešķirt arī kredītlīnijas, veikt darbības primārajos un sekundārajos obligāciju tirgos un piešķirt aizdevumus ārpus programmām finanšu iestāžu rekapitalizācijai.

Lēmumu pieņemšana

Lēmumi piešķirt EFSI līdzekļus tiek pieņemti vienbalsīgi.

4. Eiropas stabilizācijas mehānisms (ESM)

ES valstu vadītāji un valdības 2011. gada 24.–25. martā apstiprināja ESM izveidošanu kā pastāvīgu krīzes mehānismu, lai uzraudzītu euro valūtas un finanšu stabilitāti Eiropā. ESM būs pasaulē lielākā starptautiskā finanšu iestāde ar EUR 700 miljardu lielu kapitālu, no kuriem EUR 80 miljardi tiks izmaksāti. ESM stāšanās spēkā sākotnēji tika plānota 2013. gada jūlijā, bet ir paredzēts to paātrināt uz 2012. gada vidu.

5. *German Länder* kopīgās obligācijas

Īpašs *German Länder* (Vācijas zemju) obligāciju tirgus segments ir tā sauktais „Jumbos". Tās ir obligācijas, ko emitē Vācijas zemju grupa. Līdz šim sindikāts, kas sastāv no piecām līdz septiņām zemēm, ir emitējis 38 *Jumbos*, izņemot īpaši lielu *Jumbo*, ko 1997. gadā emitēja desmit Vācijas zemes. Līdz šim visas *Jumbos* ir bijušas tiešas obligācijas un vidējais emisijas apjoms ir nedaudz lielāks par EUR 1 miljardu, kas ir vairāk nekā septiņas reizes lielāks par vidējo *Land* emisiju. *Jumbo* programmas dalībnieki galvenokārt ir Vācijas zemes, kas ir mazas attiecībā pret to izmēru vai iedzīvotāju skaitu. *Jumbos* ir likvīdākas nekā parastās *Länder* obligācijas, atvieglojot valsts kases likviditātes riska prēmijas daļu salīdzinājumā ar diezgan mazo atsevišķu emitentu obligāciju. No ieguldītāju viedokļa *Jumbo* ir strukturēta obligācija, kas sastāv no atsevišķām prasībām pret iesaistītajām Vācijas zemēm atbilstoši to daļai kopīgajā emisijā. Tādējādi šīs Vācijas zemes ir atsevišķi, nevis kopīgi atbildīgas par emisiju.

Obligāciju īpašības

- Emisiju biežums: parasti 2–3 emisijas gadā
- Termiņi: 5–10 gadi
- Apjoms: EUR 1–1,5 miljardi
- Viena Vācijas zeme koordinē emisiju un darbojas kā maksātājs aģents.

Kredītreitings

Fitch ir piešķīris šīm emisijām AAA reitingu. Pamatojums ir tāds, ka *Fitch* vēl nesen piešķīra AAA reitingu visām Vācijas zemēm *Länderfinanzausgleich* (tas ir pielīdzināšanas process, kas ir solidārs un netiešs garantiju mehānisms starp *Länder* un federālo valstu) dēļ. Tas izskaidro arī biežos dalītos reitingus starp Fitch un citām aģentūrām. Jāpiezīmē, ka *Fitch* vairs nepiešķir reitingu visam *German Länder*.

Fitch uzskata, ka AAA reitings atspoguļo visu kopīgajā emisijā iesaistīto septiņu Vācijas federālo zemju individuālo kredītvērtību. Tas ir balstīts uz spēcīgiem atbalsta mehānismiem, ko piemēro visiem Vācijas Federācijas locekļiem, un lielo likviditāti, ko tie iegūst, kas nodrošina laicīgus maksājumus un pielīdzina Vācijas zemju kredītvērtību Vācijas Federālās Republikas kredītvērtībai. *Fitch* atzīmē, ka atbalsta mehānismi vienādi tiek piemēroti visiem Vācijas Federācijas locekļiem — federālajai valdībai (*Bund*) un 16 federālajām zemēm. Atšķirības federālo zemju ekonomiskajā un finanšu sniegumā nav vērā ņemamas, jo visi *Länder* ir vienādi tiesīgi saņemt finanšu atbalstu no federālās valdības finanšu grūtību gadījumā. *German Länder* kopīgās obligācijas ir pilnīgi bez riska un ir ECB repo tiesīgas.

4. pielikums. Dokumentācija un tirgus principi

Kā minēts 4. iedaļā, stabilitātes obligāciju ieviešanai būtu jānosaka dažādi drošības nosacījumi un tirgus principi. Tie iespējami ietvertu:

- Stabilitātes obligācijas emisijas jurisdikciju. EFSI un ES/EFSM obligācijas emitē saskaņā ar Anglijas tiesību aktiem, bet tas šajā gadījumā var izraisīt politisku pretestību.
- Vērtspapīru termiņu struktūru. Stabilitātes obligācijas finansēšanas stratēģija būtu jānosaka, ņemot vērā turpmāk minēto: i) izveidot etalona emisijas un ienesīguma līkni; un ii) optimizēt finansēšanas izmaksas, jo emisija dažos ienesīguma līknes segmentos ir dārgāka nekā citos. Īstermiņa parādzīmju emisija papildus ilgākiem termiņiem uzlabotu valsts kases elastību un ievērojami uzlabotu piekļuvi finansējumam.
- Kuponu veidus (fiksētie, mainīgie, nulles kuponi, ar inflāciju saistītie kuponi). Sākumā un lai atvieglotu etalona statusa uzlabošanu, būtu vēlams koncentrēties uz vienkāršām drošības struktūrām. Tas atvieglotu arī attiecīgo atvasināto finanšu instrumentu, jo īpaši nākotnes un iespēju instrumentu, attīstību.
- Biržu, kuras sarakstā tiktu ietverti vērtspapīri. EFSI un ES/EFSM obligācijas pašlaik ir Luksemburgas biržas sarakstā. Stabilitātes obligācijām tā varētu izrādīties par mazu, lai arī iekļaušana vairāku biržu sarakstos ietvertu papildu izmaksas.
- Norēķinu konvencijas. Šīs konvencijas būtu jānosaka, lai atbalstītu instrumentu pievilcību, t. i., īstermiņa vērtspapīriem ar t+1 (lai veicinātu īstermiņa valsts kases mērķu sasniegšanu) un ilgāka termiņa vērtspapīriem ar t+3 (lai līdz minimumam samazinātu norēķinu neveiksmju risku).
- Stratēģiju, lai izveidotu un saglabātu ieguldītāju bāzi. Būtu jāizveido attiecības ar iespējamiem ieguldītājiem un jāpieņem lēmumi vai ir jāizveido primāro tirgotāju grupa, kā integrēt mazumtirdzniecības nozari utt.
- Kolektīvās darbības klauzulu ieviešanu, kas ļautu izveidot organizētu procedūru, lai risinātu jebkādas maksātnespējas problēmas nākotnē.

Atsauces

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

Barclays Capital Economic Research (2011. gads), *Euro Themes, A proposal to restore euro area stability*, 2011. gada 18. augusts.

BBVA (2011. gads), *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*, Nr. 14, ELEC, 2010. gada aprīlis.

Bini-Smaghi, L. (2011. gads), *European democracies and decision-making in times of crisis.* Runa Eiropas un starptautiskās politikas grieķu fondā, Poros, 2011. gada 8. jūlijs, 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*, Nr. 14, ELEC, 2010. gada aprīlis.

Carstensen, K. (2011. gads), *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. un W. Moesen (2009. gads), Gains for all: *a proposal for a common euro bond, Intereconomics*, 2009. gada maijs/jūnijs, 132.–135. lpp.

Delpla, J. un von Weizsäcker, J. (2010. gads), *The Blue Bond Proposal, Breugel Policy Briefs 420*, Bruegel, Briselē, 2010. gadā.

Dübel, H-J. (2011. gads), *Partial sovereign bond insurance by the eurozone: A more efficient alternative to blue (Euro-)bonds*, CEPS politikas apkopojums Nr. 252.

EPDA/SIFMA (2009. gads), *Towards a Common European T-bill*, Informatīvs paziņojums, 2009. gada marts.

Eijffinger, S.C.W. (2011), *Eurobonds – Concepts and Implications*, Informatīvs paziņojums Eiropas Parlamentam, 2011. gada marts.

Favero, C. A. un A. Missale (2010. gads), *EU Public Debt Management and Eurobonds, Chapter 4 in Euro Area Governance - Ideas for Crisis Management Reform*, Eiropas Parlaments, Briselē.

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

Džovannīni grupa (2000. gads), *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. gads), *Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea*, Baltā grāmata Nr. 3, Finanšu pētījumu centrs, Frankfurte, 2009. gads.

Jones, E. (2010. gads), *A Eurobond Proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard*, ISPI politikas apkopojums, Nr. 180, 2010. gada marts.

Jones, E. (2011. gads), *Framing the Eurobond*, ISPI komentārs, 2011. gada 1. septembris.

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

Monti, M. (2010. gads) *A new strategy for the Single Market, At the service of Europe's Economy and society*, Ziņojums Eiropas Komisijas priekšsēdētājam, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf

NATIXIS (2011. gads), *What bonus/penalty system for the Stability Bond? Flash Economics* Nr. 613, 2011. gada 22. augusts.

Prodi, Romano un Alberto Quadrio Curzio (2011. gads), *EuroUnionBond ecco ci che va fatto, Il Sole 24 hore*, 2011. gada 23. augusts.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011. gads), *Jahresgutachten* 2011./2012. gads.

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

Juncker, J.C. un G. Tremonti (2010. gads), *Stability Bonds would end the crisis, The Financial Times*, 2010. gada 5. decembris.