



EUROPOS KOMISIJA

Briuselis, 2011.11.23  
KOM(2011) 818 galutinis

## **ŽALIOJI KNYGA**

**dėl galimybių leisti stabilumo obligacijas**

# ŽALIOJI KNYGA

## dėl galimybių leisti stabilumo obligacijas

### 1. STABILUMO OBLIGACIJŲ SISTEMOS ĮVEDIMO PAGRINDAS IR PRIELAIDOS<sup>1</sup>

#### 1.1. Aplinkybės

Šios žaliosios knygos tikslas – pradėti plačias viešas konsultacijas dėl stabilumo obligacijų koncepcijos su visais suinteresuotaisiais subjektais ir visomis suinteresuotosiomis šalimis, t. y. valstybėmis narėmis, finansų rinkos veiklos vykdytojais, finansų rinkos sektoriaus asociacijomis, mokslininkais ES ir už jos ribų, taip pat su plačiąja visuomene, o šių konsultacijų pagrindu Europos Komisija nustatys, kuriuo keliu reikėtų eiti.

Šiame dokumente įvertinamos bendros valstybių obligacijų emisijos galimybės (toliau – bendra emisija) euro zonos valstybėse narėse ir reikiamos sąlygos<sup>2</sup>. Valstybių obligacijas euro zonoje šiuo metu decentralizuotai ir taikydamos įvairias leidimo procedūras leidžia valstybės narės. Bendrai leidžiamų stabilumo obligacijų įvedimas reikštų, kad valstybių narių vyriausybės emisijos būtų sujungiamos, o susijusių pajamų srautai ir skolos aptarnavimo išlaidos – joms padalijamos. Dėl to gerokai pasikeistų euro zonos valstybių obligacijų rinkos, kuri yra didžiausias visos euro zonos finansų rinkos segmentas (išsamiau euro zonos valstybių obligacijų rinkos informaciją žr. 1 priede), struktūra.

Valstybės narės bendros emisijos koncepciją pirmą kartą apsvairstė praėjusio amžiaus dešimtojo dešimtmečio pabaigoje, kai Giovannini grupė (konsultavusi Komisiją su euru susijusių kapitalo rinkos pokyčių klausimu) paskelbė pranešimą, kuriame pateikė daug įvairių galimybių koordinuoti euro zonos valstybės skolos vertybinių popierių leidimą<sup>3</sup>. Rinkos dalyvių susidomėjimas bendra emisija vėl padidėjo 2008 m. rugsėjo mėn. Europos pirminių maklerių asociacijai (angl. *European Primary Dealers Association*, EPDA) paskelbus diskusijų dokumentą dėl bendrų Europos vyriausybės obligacijų<sup>4</sup>. Šiame dokumente patvirtinama, kad praėjus beveik 10 metų nuo euro įvedimo euro zonos vyriausybės obligacijų rinkos tebėra labai susiskaidžiusios, taip pat aptariami bendros jų emisijos privalumai ir

<sup>1</sup> Viešose diskusijose ir literatūroje paprastai vartojamas terminas „euroobligacijos“. Komisija mano, kad pagrindinė tokios priemonės funkcija būtų didinti euro zonos finansinį stabilumą. Todėl, atsižvelgiant į 2011 m. rugsėjo 28 d. Europos Komisijos Pirmininko J. M. Barroso kalbą apie Sąjungos padėtį, šioje žaliojoje knygoje kalbama apie „stabilumo obligacijas“.

<sup>2</sup> Iš esmės bendra emisija galėtų būti taikoma ir ne euro zonos valstybėms narėms, tačiau tai reikštų valiutos kurso riziką. Keletas euro zonai nepriklausančių valstybių narių didelę dalį savo įsipareigojimų jau išreiškia eurais, taigi tai neturėtų sudaryti reikšmingų kliūčių. Visos ES valstybės narės gali būti suinteresuotos prisijungti prie stabilumo obligacijų emisijos, ypač tuo atveju, jei tai padėtų sumažinti ir išlaikyti jų finansavimo sąnaudas ir per vidaus rinką turėtų teigiamą poveikį ekonomikai. Stabilumo obligacijų atžvilgiu, kuo daugiau valstybių narių dalyvautų, tuo tikriausiai didesnis būtų teigiamas poveikis, visų pirma susijęs su didesniu likvidumu.

<sup>3</sup> Giovannini grupė; Pranešimas dėl koordinuojamos valstybės skolos vertybinių popierių emisijos euro zonoje (2000/11). [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf).

<sup>4</sup> Žr. straipsnį „Europos pirminių maklerių asociacijos ataskaitoje atkreipiamas dėmesys į bendrų Europos vyriausybės obligacijų perspektyvumą“, <http://www.sifma.org/news/news.aspx?id=7436>.

trūkumai. 2009 m. Komisijos tarnybos bendros emisijos klausimą dar kartą aptarė EPS 10-mečio ataskaitoje.

**Euro zonos valstybių skolos krizės suintensyvėjimas paskatino pradėti platesnes diskusijas dėl bendros emisijos galimybių<sup>5</sup>.** Gana daug politinių veikėjų, rinkos analitikų ir mokslininkų propagavo bendros emisijos, kaip galimos veiksmingos priemonės, skirtos likvidumo sumažėjimo problemoms spręsti keliose euro zonos valstybėse narėse, idėją. Šiomis aplinkybėmis Europos Parlamentas paprašė, kad Komisija ištirtų bendros emisijos galimybes priimdama teisės aktus dėl euro zonos ekonomikos valdymo, ir pabrėžė, kad bendros stabilumo obligacijų emisijos prielaida taip pat būtų tolesnis judėjimas prie bendros ekonominės ir fiskalinės politikos<sup>6</sup>.

**Nors bendra emisija dažniausiai buvo laikoma ilgesnio laikotarpio galimybe, naujausiose diskusijose daugiausia dėmesio skiriama artimiausio laikotarpio naudai, siekiant sumažinti įtampą valstybių skolos rinkoje.** Šiomis aplinkybėmis stabilumo obligacijų įvedimas vyktų ne baigiantis ekonominės ir fiskalinės konvergencijos procesui, o lygiagrečiai su tolesne konvergencija ir skatintų kurti ir įgyvendinti tokiai konvergencijai užtikrinti būtiną sistemą. Tokiam lygiagretumui pasiekti reikėtų neatidėliojant ir ryžtingai paskubinti euro zonos ekonominės, finansinės ir politinės integracijos procesą.

**Stabilumo obligacijos skirtųsi nuo esamų bendrai leidžiamų priemonių.** Stabilumo obligacijos būtų priemonė, skirta euro zonos valstybių valdžios sektoriui nuolat finansuoti bendrai leidžiant vertybinius popierius. Šiuo atžvilgiu jas reikėtų atskirti nuo kitų bendrai Europos Sąjungoje ir euro zonoje leidžiamų obligacijų, pvz., nuo emisijos išorės pagalbai valstybėms narėms ir trečiosioms šalims finansuoti<sup>7</sup>. Todėl stabilumo obligacijų emisijos mastas būtų daug didesnis ir ji truktų daug ilgiau nei esamų nacionalinės arba bendros emisijos formų atveju.

**Stabilumo obligacijų leidimas galėtų būti centralizuotas vienoje agentūroje arba likti decentralizuotas nacionaliniu lygmeniu, kartu griežtai koordinuojant valstybių narių veiksmus.** Padalijant su stabilumo obligacijomis susijusių pajamų srautus ir skolos

<sup>5</sup> Žr. 2 priedą, kuriame pateikiama diskusijose dėl stabilumo obligacijų pateiktų analitinių pastabų apžvalga.

<sup>6</sup> 2011 m. liepos 6 d. Europos Parlamento rezoliucijoje „Finansų, ekonomikos ir socialinė krizė: priemonės ir iniciatyvos, kurių reikia imtis (2010/2242(INI))“ teigiama: „...13. ragina Komisiją atlikti būsimos euroobligacijų sistemos tyrimą, siekiant nustatyti sąlygas, kuriomis tokia sistema būtų naudinga visoms dalyvaujančioms valstybėms narėms ir visai euro zonai; nurodo, kad euroobligacijos galėtų būti perspektyvi alternatyva JAV dolerio obligacijų rinkai ir turėtų paskatinti Europos garantuotos skolos rinkos integraciją, mažesnes skolinimosi kainas, didesnę likvidumą, biudžetinę discipliną ir padėti geriau atitikti Stabilumo ir augimo pakto (SAP), skatinti koordinuotas struktūrines reformas, užtikrinti didesnę kapitalo rinkų stabilumą, kas prisidėtų prie euro, kaip pasaulinio „saugaus uosto“, idėjos; primena, kad, bendrai leidžiant euroobligacijas, drauge reikia siekti įgyvendinti bendrą ekonomikos ir fiskalinę politiką; 14. todėl pabrėžia, kad tuo atveju, jei būtų leidžiamos euroobligacijos, reikėtų leidimą apriboti iki 60 proc. BVP skolos santykio pagal bendrąją ir individualiąją atsakomybę kaip didžiausią valstybės skolą ir skatinti valstybės skolą sumažinti iki šio lygio; mano, kad bendras euroobligacijų tikslas turėtų būti mažinti valstybių skolą ir vengti moralinės žalos bei užkirsti kelią spekuliacijoms euro atžvilgiu; pažymi, kad tokių euroobligacijų išleidimas pareikalautų susitarti dėl išmatuojamų skolos mažinimo programų ir jas įgyvendinti“.

<sup>7</sup> Pvz., obligacijos, kurias Komisija leidžia pagal mokėjimų balanso priemonę (Europos finansinės padėties stabilizavimo priemonę, EFPSP), ir obligacijos, kurias leidžia Europos finansinio stabilumo fondas (EFSF), arba emisija, skirta dideliems tarpvalstybiniais infrastruktūros projektams finansuoti (pvz., projektų obligacijos, kurias galbūt leistų Komisija). Įvairios bendros emisijos ir kitų priemonių, panašių į stabilumo obligacijas, rūšys aptariamoms 3 priede.

aptarnavimo išlaidas turėtų būti atsižvelgiama į atitinkamas valstybių narių emisijos dalis. Pagal tai, kokį stabilumo obligacijų leidimo metodą pasirinks, valstybės narės už visas su skolos aptarnavimu susijusias išlaidas arba jų dalį galėtų prisiimti solidariają atsakomybę, dėl kurios atitinkamai kaupiasi kredito rizika.

**Daugelis stabilumo obligacijų leidimo pasekmių gerokai peržengia techninės srities ribas ir apima klausimus, susijusius su nacionaliniu suverenumu bei ekonominės ir politinės integracijos procesu.** Prie šių klausimų priskiriamas geresnis ekonominės politikos koordinavimas ir valdymas, taip pat glaudesnė ekonominė konvergencija, o pagal kai kurias pasirinkimo galimybes – būtinybė keisti Sutartį. Kuo plačiau būtų kaupiama kredito rizika tarp valstybių, tuo ne tik būtų mažesni rinkos svyravimai, bet ir prastesnė bet kurios atskiros valstybės rinkos drausmė. Taigi fiskalinis stabilumas turėtų labiau priklausyti nuo politiniais procesais užtikrinamos drausmės. Taip pat kai kurios stabilumo obligacijų sėkmės prielaidos, pvz., didesnis politinis stabilumas ir nuspėjamumas arba pinigų politikos institucijų pritarimas, gerokai peržengia techniškesnės srities ribą.

**Bet kokio tipo stabilumo obligacijos turėtų būti leidžiamos kartu gerokai sustiprinant fiskalinę priežiūrą ir politikos koordinavimą – tai būtų svarbiausia atsvara siekiant išvengti moralinės rizikos, užtikrinti tvarią viešųjų finansų būklę, remti konkurencingumą ir padėti mažinti žalingą makroekonominį disbalansą.**

Tai neišvengiamai turėtų poveikį fiskaliniam suverenumui, todėl euro zonos valstybėse narėse tą reikia išsamiai aptarti.

Kadangi tokiais klausimais reikalingi išsamūs svarstymai, Komisija priėmė šį dokumentą, siekdama pradėti būtinas politines diskusijas ir viešas konsultacijas dėl stabilumo obligacijų leidimo galimybių ir prielaidų.

## **1.2. Pagrindas**

**Nuo euro įvedimo diskusijose dėl bendros emisijos gerokai pasistūmėta į priekį.** Iš pradžių pagrindžiant bendrą emisiją daugiausia dėmesio buvo skiriama didesnio rinkos veiksmingumo, pasiekiamo didesniu likvidumu euro zonos valstybių obligacijų rinkoje ir visoje euro zonos finansų sistemoje, privalumams. Pastaruoju metu tebevykstančios valstybių skolos krizės sąlygomis diskusijose daugiausia dėmesio imta skirti stabilumo aspektams. Taigi, pagrindiniai bendros emisijos privalumai būtų šie:

### *1.2.1. Valdoma dabartinė krizė ir užkertamas kelias būsimoms valstybių skolos krizėms*

**Stabilumo obligacijų perspektyva galbūt palengvintų dabartinę valstybių skolos krizę, nes didelio obligacijų pajamingumo valstybės narės galėtų pasinaudoti didesniu mažo obligacijų pajamingumo valstybių narių kreditingumu.** Net jei stabilumo obligacijų įvedimas galėtų šiek tiek užtrukti (žr. 2 skirsnį), išankstinis susitarimas dėl bendros emisijos galėtų turėti poveikį rinkos lūkesčiams ir taip padėti sumažinti vidutines ir ribines finansavimo išlaidas, tenkančias šiuo metu su finansavimo sunkumais susiduriančioms valstybėms narėms. Tačiau kad bet koks tokio pobūdžio poveikis būtų ilgalaikis, numatant bendrą obligacijų kūrimo gaires turėtų būti kartu prisiimami griežtesnio ekonomikos valdymo įsipareigojimai, nes taip būtų garantuojama, kad būtų įgyvendinamas būtinas biudžeto ir struktūrinis koregavimas siekiant užtikrinti viešųjų finansų tvarumą.

### *1.2.2. Stiprinamas euro zonos finansinis stabilumas*

**Dėl stabilumo obligacijų euro zonos finansų sistema taptų atsparesnė būsimiems neigiamiems sukrėtimams, todėl sustiprėtų finansinis stabilumas.** Stabilumo obligacijomis visoms dalyvaujančioms valstybėms narėms būtų suteikta labiau užtikrinta refinansavimo galimybė, kad jos staiga neprarastų galimybės gauti finansavimą rinkoje dėl nepagrįsto investuotojų rizikos vengimo ir (arba) minios elgsena pagrįsto jų elgesio. Taigi stabilumo obligacijos padėtų išlyginti rinkos svyravimus ir sumažinti arba panaikinti brangių paramos ir gelbėjimo priemonių, taikomų laikinai negaunančioms rinkos finansavimo valstybėms narėms, poreikį. Teigiamas tokių obligacijų poveikis priklauso nuo galimų fiskalinės drausmės kliūčių valdymo. Šis aspektas bus išsamiau aptariamas 1.3 ir 3 skirsniuose.

**Stabilumo obligacijų atsiradimas būtų naudingas euro zonos bankų sistemai.** Paprastai bankai laiko dideles valstybių obligacijų, kaip mažos rizikos, mažai svyruojančių ir likvidžių investicijų, sumas. Valstybės obligacijos taip pat naudojamos kaip likvidumo atsargos, nes jas galima parduoti santykinai stabiliomis kainomis arba galima naudoti kaip užstatą atliekant refinansavimo operacijas. Tačiau iš bankuose laikomų valstybių skolos vertybinių popierių akivaizdžiai matyti gana didelis tendencingumas savo šalies atžvilgiu, dėl kurio atsiranda svarbus ryšys tarp bankų balansų ir jų buveinės valstybės balanso. Jeigu buveinės valstybės fiskalinė padėtis labai pablogėja, neišvengiamai nukenčia šalies bankų sistemoje turimo užstato kokybė, todėl bankams kyla refinansavimo rizika tiek tarpbankinėje rinkoje, tiek pasinaudojant Eurosistemos priemonėmis. Stabilumo obligacijos būtų patikimesnio užstato šaltinis visiems euro zonos bankams, todėl sumažėtų jų pažeidžiamumas blogėjant atskirų valstybių narių kredito reitingams. Panašiai kiti instituciniai investuotojai (pvz., gyvybės draudimo bendrovės ir pensijų fondai), kurie yra linkę turėti santykinai didelę buveinės valstybės obligacijų dalį, turėtų naudoti iš vienodesnio ir patikimesnio turto stabilumo obligacijų forma.

### *1.2.3. Užtikrinamas pinigų politikos poveikis*

**Stabilumo obligacijomis būtų užtikrintas euro zonos pinigų politikos poveikis.** Dėl valstybių skolos krizės sumažėjo pinigų politikos poveikis, nes itin nestabiliose rinkose vyriausybės obligacijų pajamingumas labai išsiskyrė. Kai kuriais atvejais buvo pakenkta rinkų veikimui, todėl ECB pradėjo vykdyti vertybinių popierių rinkų programą. Stabilumo obligacijomis būtų sukurtas didesnis saugaus ir likvidaus turto fondas. Tai padėtų užtikrinti, kad ECB nustatytos pinigų politikos sąlygos per valstybių obligacijų rinką sklandžiai ir nuosekliai veiktų įmonių ir namų ūkių skolinimosi kainas ir galiausiai – visuminę paklausą.

### *1.2.4. Didinamas rinkos veiksmingumas*

**Stabilumo obligacijomis būtų remiamas veiksmingumas euro zonos valstybių obligacijų rinkoje ir platesnėje euro zonos finansų sistemoje.** Stabilumo obligacijų išleidimu būtų sudarytos sąlygos didelei ir labai likvidžiai rinkai, kurioje, kitaip nei dabar, kai yra daug atskirų šalių lyginamųjų standartų, būtų vienintelis lyginamasis pajamingumas. Dėl stabilumo obligacijų likvidumo ir aukštos kredito kokybės rinkoje būtų mažas lyginamasis pajamingumas, kuris atitinkamai atspindėtų mažus kredito rizikos ir likvidumo priedus (žr. 1 langelį). Vienintelis bendras nerizikingų stabilumo obligacijų lyginamojo pajamingumo dydžių rinkinys visame terminų spektre padėtų plačiau kurti obligacijų rinką, nes būtų skatinama ne valstybės emitentų, pvz., korporacijų, savivaldybių ir finansų įmonių, emisija. Šia likvidžios euro zonos lyginamojo rodiklio galimybe taip pat būtų palengvintas daugelio

euru išreikštų išvestinių finansinių priemonių rinkų veikimas. Stabilumo obligacijų įvedimas galėtų būti papildoma paskata integruoti Europos vertybinių popierių atsiskaitymus kartu su planuojama diegti ECB TARGET2 vertybinių popierių (T2S) visos Europos bendra atsiskaitymų sistema ir galimais tolesniais reguliavimo veiksmais ES lygmeniu. Šiais įvairiais būdais stabilumo obligacijų sistemos įvedimas galėtų padėti sumažinti tiek euro zonos viešojo sektoriaus, tiek privačiojo sektoriaus finansavimo sąnaudas ir taip paremti ilgalaikio ekonomikos augimo potencialą.

### **1 langelis. Numatomas stabilumo obligacijų pajamingumas; empirinis pagrindas**

Įvedus stabilumo obligacijas, turėtų padidėti likvidumas euro zonos vyriausybės obligacijų rinkose, todėl sumažėtų likvidumo priedai, kuriuos investuotojai netiesiogiai ima už vyriausybės obligacijų laikymą. Šiame langelyje supažindinama su bandymu kiekybiškai įvertinti, kokia galėtų būti išlaidų ekonomija taikant mažesnius likvidumo priedus. Pasirodė, kad antras numatomo stabilumo obligacijų pajamingumo komponentas, būtent tikėtinas kredito rizikos priedas, yra labiau ginčytinas. Tiek likvidumo, tiek kredito priedai už stabilumo obligacijas labai priklausytų nuo pasirinktų tokių obligacijų sudėties ir garantijų struktūros galimybių.

Atliekant keletą empirinių analizių hipotetinių bendrai leidžiamų obligacijų pajamingumas buvo palygintas su vidutinių esamų obligacijų pajamingumu. Šiose analizėse daroma prielaida, kad bendros emisijos atveju nėra nei likvidumo priedo sumažėjimo, nei jokio teigiamo kredito rizikos pokyčio, viršijančio vidutinius valstybių narių reitingus. K. Carstensen (2011) apskaičiavo, kad bendrų obligacijų pajamingumas, jeigu paprasčiausiai būtų taikomos vidutinės svertinės valstybių narių palūkanų normos, būtų 2 procentiniais punktais didesnis nei 10 metų Vokietijos „Bund“. Atlikus kitą skaičiavimą (C. Assmann, J. Boysen-Hogrefe, 2011) padaryta išvada, kad pajamingumo skirtumas Vokietijos „Bund“ atžvilgiu galėtų būti 0,5–0,6 procentinio punkto. Pagrindinė loginė išvada ta, kad fiskaliniai kintamieji yra pagrindiniai valstybių obligacijų kainų skirtumų determinantai. Fiskaliniu požiūriu euro zonos suvestinis rodiklis turėtų būti panašus į Prancūzijos, todėl bendrų obligacijų pajamingumas iš esmės turėtų būti lygus Prancūzijos obligacijų pajamingumui. „J.P Morgan“ (2011) taikant panašų metodą atlikus analizę nustatytas panašus apytikriai 0,5–0,6 procentinio punkto pajamingumo diapazonas. Prancūzijos banko NATIXIS pagal šiuos principus atliktoje analizėje (2011) teigiama, kad bendros obligacijos galėtų būti įkainojamos apytikriai 20 bazinių punktų brangiau nei šiuo metu AAA reitingą turinčios obligacijos. C. A. Favero ir A. Missale (2010) teigia, kad JAV obligacijų pajamingumas, patikslintas pagal palūkanų normos priedą, yra geras bendrų obligacijų pajamingumo lyginamasis rodiklis, nes tokiomis obligacijomis būtų siekiama euro zonos obligacijų rinkas priartinti prie JAV rinkų kredito rizikos ir likvidumo požiūriu. Jie daro išvadą, kad ankstesniais metais iki finansų krizės Vokietijos obligacijų pajamingumo deficitas JAV vyriausybės obligacijų atžvilgiu buvo apytikriai 40 bazinių punktų, tada tai reikštų likvidumo padidėjimą, gaunamą išleidus bendras obligacijas tokiomis pat sąlygomis, kokios taikomos JAV obligacijoms.

Kad galėtų pateikti pasiekiamo likvidumo priedo padidėjimo skaičiavimus, Komisija atliko statistinę kiekvienos valstybės obligacijų emisijos, euro zonoje išleistos po 1999 m., analizę. Emisijos dydis naudojamas kaip apytikris vertinimas (kadangi tai yra plačiausiai pateikiamas rodiklis, net jei juo gali būti nepakankamai įvertintas galimas likvidumo priedų padidėjimas), kiek likvidi yra obligacijų emisija, o regresinis koeficientas lemia pasiekiamą padidėjimą išleidus obligacijas didesniais kiekiais<sup>8</sup>. Pirmasis modelis apskaičiuotas naudojant AAA reitingo euro zonos valstybių narių (lentelėje – AAA) duomenis, o antrasis modelis apskaičiuotas naudojant visų galimų valstybių narių (lentelėje – AA) duomenis. Antrajame modelyje taip pat atsižvelgiama į kiekvienos emisijos reitingą. Aiškėja, kad visi

<sup>8</sup> Emisijos dydžiai, užregistruoti „Dealogic“, buvo patikslinti siekiant sujungti gretimų emisijų dydžius su panašia išpirkimo ir atsiskaitymo data. Siekiant patikslinti nuo laiko priklausančių rinkos sąlygų skirtumus, palūkanų normos (2 metų apsikeitimo sandorių palūkanų norma) dydžio ir struktūros pagal terminus (10 ir 2 metų apsikeitimo sandorių palūkanų normų skirtumas), vyraujančios kiekvienos emisijos metu, poveikiui taikomi kontroliniai kintamieji.

koeficientai yra reikšmingi įprastiniu lygiu ir kad skaičiavimu paaiškinamas 70–80 proc. nukrypimas.

**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

Likvidumo priedo padidėjimui nustatyti buvo naudojami modelio skaičiavimų koeficientai siekiant imituoti galimą obligacijų, kurios buvo išleistos vidutinio dydžio JAV emisijoje, o ne vidutinio dydžio euro zonos emisijoje, pajamingumo sumažėjimą. Taigi JAV emisijos dydis yra kaip pakaitinis rodiklis vertinant, kiek likvidi galėtų tapti stabilumo obligacijų rinka. Atliekant pirmus skaičiavimus likvidumo pranašumas buvo gautas iš ankstesnio vidutinio portfelio pajamingumo nuo 1999 m. Palyginimui tokie pat skaičiavimai buvo atlikti įvertinus 2011 m. vasaros rinkos sąlygas.

Iš lentelės antros eilutės matyti, kad pajamingumo padidėjimo dėl didesnio emisijos dydžio intervalas euro zonai būtų 10–20 bazinių punktų ir priklausytų nuo pasiekto kredito reitingo, tačiau nepriklausytų nuo to, ar buvo taikomos ankstesnės, ar dabartinės rinkos sąlygos. Atitinkamas pajamingumo padidėjimas Vokietijai būtų apytikriai 7 baziniai punktai. Šiais modeliavimais parodoma, kad numatomas likvidumo priedų padidėjimas yra gana ribotas ir mažėja toms valstybėms narėms, kurios jau turi aukščiausią reitingą.

Nors akivaizdu, kad valstybėms narėms, kurių obligacijų pajamingumas šiuo metu yra didelis, būtų naudingas tiek kredito rizikos kaupimas, tiek didesnis bendrų obligacijų likvidumas, tačiau šiuo metu mažas valstybių narių obligacijų pajamingumas galėtų išaugti, jei nebūtų teigiamų dabartinių didelio pajamingumo obligacijų emitentų kredito rizikos poslinkių. Iš esmės kompensaciniais šalutiniais mokėjimais būtų galima perskirstyti padidėjimą, susijusį su likvidumo priedu, tačiau jei nebūtų geresnio valdymo, dėl silpnės rinkos drausmės bendra euro zonos skolos vertybinių popierių kredito kokybė galėtų faktiškai pablogėti tiek, kad valstybėms narėms, kurių obligacijų pajamingumas šiuo metu mažas, gręstų didesnės finansavimo išlaidos.

#### 1.2.5. *Didinamas euro vaidmuo pasaulinėje finansų sistemoje*

**Stabilumo obligacijos palengvintų portfelinį investavimą eurais ir skatintų darnesnę pasaulinę finansų sistemą.** JAV išdo rinka ir bendra euro zonos valstybių obligacijų rinka yra panašaus dydžio, tačiau eurais išreiškiamos emisijos susiskaidymas reiškia, kad JAV išdo obligacijų yra daug daugiau negu bet kurio atskiro euro zonos nacionalinio emitento obligacijų. Nuo 1999 m. 10 metų JAV išdo obligacijų emisijos dydis buvo beveik dukart didesnis nei Vokietijos „Bund“ emisijos dydis ir dar didesnis nei bet kurios kitos ES valstybės narės išleistų obligacijų emisijos dydis. Turimais duomenimis, likvidumui išaugus išvestinių finansinių priemonių segmente JAV išdo grynųjų pinigų rinkos prekybos apimtis taip pat yra keletą kartų didesnė nei atitinkamos euro zonos rinkos apimtis. Didelis likvidumas yra vienas iš veiksnių, prisidedančių prie reikšmingo ir privilegijuoto JAV išdo vaidmens pasaulio finansų sistemoje (paremtoje JAV doleriu, kaip vienintele tarptautine rezervų valiuta) ir taip pritraukiančių institucinius investuotojus. Taigi dėl didesnės emisijos apimties ir likvidesnės antrinės rinkos, kaip stabilumo obligacijų išleidimo rezultato, sustiprėtų euro, kaip tarptautinės rezervų valiutos, padėtis.

### 1.3. Prielaidos

**Nors dėl stabilumo obligacijų būtų gauta gana didelė nauda finansinio stabilumo ir ekonominio veiksmingumo požiūriu, būtų svarbu atkreipti dėmesį į galimus neigiamus**

**jų aspektus.** Šiuo tikslu reikėtų įvykdyti svarbias ekonomines, teisines ir technines prielaidas. Šios prielaidos, dėl kurių galėtų prireikti daryti Sutarties pakeitimus ir gana dideles EPS ir Europos Sąjungos institucinės struktūros korekcijas, aptariamą toliau.

### *1.3.1. Ribojama moralinė rizika*

**Dėl stabilumo obligacijų neturėtų sumažėti euro zonos valstybių narių biudžetinė drausmė.** Svarbi laikotarpio nuo euro įvedimo ypatybė buvo dalyvaujančių valstybių narių biudžeto politikos rinkos drausmės nenuoseklumas. Žvelgiant į praeitį, didelė euro zonos obligacijų pajamingumo konvergencija per pirmąjį euro dešimtmetį nebuvo pagrįsta valstybių narių biudžeto vykdymu. Koregavimas nuo 2009 m. buvo staigus ir juo gal šiek tiek viršyta riba. Nepaisant šio prieštaravimo, naujesnė patirtis patvirtina, kad rinkos gali drausminti euro zonos nacionalinę biudžeto politiką. Taikant tam tikras stabilumo obligacijų formas tokia drausmė sumažėtų arba jos visiškai neliktų, nes euro zonos valstybės narės kauptų tam tikros arba visos savo valstybės skolos kredito riziką, todėl kiltų mažiau atsakingo elgesio rizika. Bendrai emisijai būdinga mažiau atsakingo elgesio rizika kiltų dėl to, kad kredito riziką, susijusią su atskirų dalyvių fiskalinės drausmės stoka, pasidalytų visi dalyviai.

**Kadangi leidžiant stabilumo obligacijas gali susilpnėti rinkos drausmė, reikėtų esminių euro zonos ekonomikos valdymo sistemos pakeitimų.** Siekiant užtikrinti tvarius valstybės finansus būtų tikslinga numatyti papildomas apsaugos priemones. Numatant šias apsaugos priemones dėmesį reikėtų sutelkti ne tik į biudžetinę drausmę, bet ir į ekonomikos konkurencingumą (žr. 3 skirsnį). Nors priėmus naują ekonomikos valdymo teisės aktų rinkinį jau suteikiama svarbi apsaugos priemonė, kurią reikia toliau stiprinti 136 straipsniu pagrįstais naujais reglamentais<sup>9</sup>, gali reikėti dar ryžtingesnių su stabilumo obligacijomis susijusių veiksmų – ypač tada, kai tai siejama su kredito rizikos kaupimu. Jeigu stabilumo obligacijos būtų laikomos galimybe nesilaikyti rinkos drausmės, būtų suabejota jų priimtumu valstybėms narėms ir investuotojams.

Nors atsargi fiskalinė politika ekonomikos pakilimo laikotarpiu ir spartus bet kokio nuokrypio nuo to plano ištaisymas yra atsakingos, į stabilumą orientuotos politikos formavimo pagrindas, patirtis parodė, kad platesnis makroekonominis disbalansas (įskaitant prarastą konkurencingumą) gali padaryti didelės žalos viešųjų finansų būklei. Todėl norint įvesti stabilumo obligacijas būtinas geresnis politikos koordinavimas taip pat turėtų būti taikomas tam, kad būtų išvengta žalingo makroekonominio disbalanso ir jis būtų panaikintas.

*Užtikrinama aukšta kredito kokybė ir galimybė visoms valstybėms narėms pasinaudoti stabilumo obligacijomis*

**Reikėtų, kad stabilumo obligacijų kredito kokybė būtų aukšta, kad jas pripažintų investuotojai.** Turėtų būti sukurtos ir išleistos tokios stabilumo obligacijos, kad investuotojai jas laikytų labai saugia investicija. Todėl stabilumo obligacijų pripažinimui ir sėkmei būtų labai naudingas kuo aukštesnis reitingas. Žemesnis reitingas galėtų turėti neigiamą poveikį jo kainai (didesnis pajamingumas nei kitu atveju) ir investuotojų norui perimti gana dideles emisijos sumas. Tai būtų ypač aktualu, jeigu būtų toliau leidžiamos nacionalinės valstybių narių AAA reitingo obligacijos, dėl to egzistuočių kartu su stabilumo obligacijomis ir su jomis

<sup>9</sup> Europos Parlamento ir Tarybos reglamento dėl euro zonos valstybių narių biudžeto planų projektų stebėsenos bei vertinimo ir perviršinio deficito padėties ištaisymo užtikrinimo bendrųjų nuostatų pasiūlymas; Europos Parlamento ir Tarybos reglamento dėl euro zonos valstybių narių biudžeto planų projektų stebėsenos bei vertinimo ir perviršinio deficito padėties ištaisymo užtikrinimo bendrųjų nuostatų pasiūlymas.

konkuruotų. Aukšta kredito kokybė taip pat būtų reikalinga siekiant sukurti stabilumo obligacijas kaip tarptautinį lyginamąjį standartą ir paremti susijusių ateities sandorių ir pasirinkimo sandorių rinkų plėtrą bei veiksmingą veikimą<sup>10</sup>. Šiomis aplinkybėmis stabilumo obligacijų kūrimas turėtų būti pakankamai skaidrus, kad investuotojai galėtų įkainoti atitinkamas garantijas. Kitaip kiltų rizika, kad investuotojai galėtų skeptiškai vertinti naują priemonę, o pajamingumas būtų gerokai didesnis nei dabartinis didesnio kreditingumo valstybių narių obligacijų pajamingumas.

**Siekti aukštos kredito kokybės taip pat bus svarbu stengiantis, kad stabilumo obligacijas pripažintų visos euro zonos valstybės narės.** Vienas pagrindinių klausimų yra, kaip rizika ir nauda bus paskirstytos valstybėms narėms. Kai kuriomis formomis stabilumo obligacijos reikštų, kad valstybės narės, kurių kreditingumas šiuo metu žemesnis nei vidutinis, galėtų užsitikrinti mažesnes finansavimo sąnaudas, o valstybės narės, kurių kredito reitingas jau dabar aukštas, galėtų net patirti grynųjų nuostolių, jeigu rizikos kaupimo poveikis viršytų teigiamą likvidumo poveikį. Taigi dėl paramos stabilumo obligacijoms tose valstybėse narėse, kurios jau turi AAA reitingus, būtų reikalinga atitinkamai aukštos naujos priemonės kredito kokybės garantija, kad jų skolos finansavimo sąnaudos nepadidėtų. Kaip paaiškinta, ir šiuo atveju tai priklausytų nuo moralinės rizikos mažinimo sėkmės. Stabilumo obligacijų priimtinumą būtų galima dar labiau užtikrinti mechanizmu, kuriuo būtų perskirstomi kai kurie finansavimo pranašumai tarp aukštesnio ir žemesnio reitingo valstybių narių (žr. 2 langelį).

**Stabilumo obligacijų kredito reitingas visų pirma priklauso nuo dalyvaujančios valstybės narės kredito kokybės ir atitinkamos garantijų struktūros<sup>11</sup>.**

- Teikdama *individualiąsias (ne bendrąsias) garantijas*, kiekviena garantuojanti valstybė narė būtų atsakinga už savo įsipareigojimų pagal stabilumo obligacijas dalį pagal konkretų įnašo raktą<sup>12</sup>. Jeigu valstybės narės toliau gautų konkrečius reitingus, labai tikėtina, kad dėl didelės valstybės narės reitingo sumažinimo būtų atitinkamai sumažintas stabilumo obligacijų reitingas, nors tai nebūtina turėtų įtakos kitų valstybių narių reitingams. Dabartinėmis aplinkybėmis, kai yra tik šešios AAA reitingą turinčios euro zonos valstybės narės, tokią garantijų struktūrą turinčioms stabilumo obligacijoms AAA kredito reitingas tikriausiai nebūtų priskirtas ir jų reitingas netgi galėtų būti analogiškas žemiausią reitingą turinčios valstybės narės reitingui, nebent būtų padidinta kredito kokybė.
- Teikdama *individualiąsias (ne bendrąsias) garantijas, sutvirtintas pirmaeiliškumu ir užstatu*, kiekviena garantuojanti valstybė narė ir šiuo atveju liktų atsakinga už savo stabilumo obligacijų emisijos dalį. Tačiau siekiant užtikrinti, kad stabilumo obligacijos visada būtų išpirtos net įsipareigojimų neįvykdymo atveju, valstybės narės galėtų apsvarstyti keletą galimybių padidinti kredito kokybę. Pirma, stabilumo obligacijų emisijai galėtų būti taikomas pirmaeiliškumas. Antra, stabilumo obligacijos galėtų būti iš dalies užtikrintos užstatu (pvz., grynaisiais pinigais, auksu, viešojo sektoriaus įmonių akcijomis ir kt.). Trečia, galėtų būti skirti konkretūs pajamų srautai su stabilumo obligacijomis susijusioms skoloms aptarnavimo išlaidoms padengti. Rezultatas galėtų būti toks, kad

<sup>10</sup> EFSF obligacijų reitingavimo patirtis parodė, kad geresnis obligacijų reitingas, palyginti su dalyvaujančių valstybių narių suteiktomis vidutinėmis garantijomis, buvo pasiektas taikant įvairias priemones, pvz., pinigų atsargų laikymu, nuostolius padengiančiu kapitalu ir papildomomis emisijos dydžio garantijomis. Nors šiuos elementus EFSF atveju buvo sudėtinga valdyti, jie gali pasirodyti esantys naudingi stiprinant stabilumo obligacijų kredito reitingą.

<sup>11</sup> Šiame skirsnyje terminai *individualioji garantija* ir *bendroji ir individualioji garantija* vartojami ekonomine prasme, kuri gali nesutapti su jų teisinėmis apibrėžtimis.

<sup>12</sup> Tokį kaip ES biudžeto arba ECB kapitalo raktas.

stabilumo obligacijos pasiektų AAA reitingą, nors mažesnio kreditingumo valstybių narių nacionalinių obligacijų reitingai tikriausiai santykinai sumažėtų.

- Teikiant *individualiasias ir bendrąsias garantijas*, kiekviena garantuojanti valstybė narė būtų atsakinga ne tik už savo stabilumo obligacijų emisijos dalį, bet ir už bet kurios kitos savo įsipareigojimų nesilaikančios valstybės narės dalį<sup>13</sup>. Net pagal šią garantijų struktūrą negalima visiškai atmesti galimybės, kad stabilumo obligacijų reitingas nukentėtų, jeigu iš kelių AAA reitingo valstybių narių būtų pareikalauta garantuoti labai didelius kitų žemesnio reitingo valstybių narių įsipareigojimus. Taip pat yra rizika, kad išskirtiniu atveju galėtų prasidėti pakopinis reitingų mažinimas, pvz., dėl didesnės AAA reitingo valstybės narės reitingo sumažinimo galėtų būti sumažintas stabilumo obligacijų reitingas, o tai galėtų savo ruožtu neigiamai atsiliiepti kitų dalyvaujančių valstybių narių kredito reitingams. Todėl atitinkamos apsaugos priemonės būtų būtinos siekiant užtikrinti dalyvaujančių valstybių narių biudžetinę drausmę pasinaudojant tvirta ekonomikos valdymo sistema (ir galimu stabilumo obligacijų pirmaeiliskumu nacionalinių obligacijų atžvilgiu, jei nacionalinės obligacijos toliau egzistuotų).

## **2 langelis. Galimas finansavimo pranašumų perskirstymas tarp valstybių narių**

Mažiau atsakingo elgesio rizikos, susijusios su stabilumo obligacijų su bendrosiomis garantijomis leidimu, problemą būtų galima spręsti mechanizmu, pagal kurį būtų perskirstomi kai kurie stabilumo obligacijų emisijos finansavimo pranašumai tarp aukštesnio ir žemesnio reitingo valstybių narių. Dėl tokio mechanizmo stabilumo obligacijų emisija galėtų tapti visapusiškai naudinga pasiūlymu visoms euro zonos valstybėms narėms. Stilizuotas pavyzdys su dviem valstybėmis narėmis:

<sup>13</sup> Tačiau tokiomis aplinkybėmis dalyvaujančios valstybės narės turėtų pareikšti pretenzijas įsipareigojimų neįvykdžiusiai valstybei narei.

Abiejų valstybių narių valdžios sektoriaus skola yra apytikriai 2 mlrd. EUR, tačiau A valstybė narė moka 2 proc. nacionalinės emisijos su 5 metų išpirkimo terminu palūkanas, o B valstybė narė – 5 proc. palūkanas. Išleidus stabilumo obligacijas būtų visiškai finansuojamos abi valstybės narės, taikant 5 metų išpirkimo terminą ir 2 proc. palūkanų normą. Stabilumo obligacijų emisija būtų paskirstyta po 50 proc. kiekvienai valstybei narei.

Dalis finansavimo pranašumų, kuriais naudotųsi B valstybė narė dėl stabilumo obligacijų išleidimo, galėtų būti perskirstyta A valstybei narei. Pvz., 100 bazinių punktų nuolaida, taikoma A valstybei narei, galėtų būti finansuojama iš 300 bazinių punktų priedo, taikomo B valstybei narei. Taigi stabilumo obligacijomis A valstybė narė galėtų būti finansuojama taikant 1 proc. palūkanų normą, o B valstybė narė – taikant 3 proc. palūkanų normą. Abi valstybės narės turėtų mažesnes finansavimo sąnaudas, palyginti su nacionaline emisija.

Akivaizdu, kad reikėtų parengti stabilumo obligacijų emisijos teikiamos naudos vidaus paskirstymo mechanizmą, tačiau jis būtų susietas su santykinu biudžeto vykdymu, atsižvelgiant į euro zonos ekonomikos valdymo sistemą.

### 1.3.2. Užtikrinamas suderinamumas su ES sutartimi

**Suderinamumas su ES sutartimi būtų būtinas siekiant užtikrinti sėkmingą stabilumo obligacijų įvedimą.** Pirma, stabilumo obligacijomis neturi būti pažeidžiamas Sutarties draudimas valstybės nares gelbėti nuo bankroto. Stabilumo obligacijų suderinamumas su dabartine Sutarties sistema priklauso nuo pasirinktos konkrečios formos. Pasirinkus kai kurias galimybes, galėtų prireikti atitinkamų Sutarties nuostatų pakeitimų. Pagal Sutarties dėl Europos Sąjungos veikimo (SESV) 125 straipsnį valstybėms narėms draudžiama prisiimti kitos valstybės narės įsipareigojimus.

**Išleidus stabilumo obligacijas teikiant bendrąsias ir individualiąsias garantijas a priori susiklostytų situacija, kurioje būtų pažeistas gelbėjimo nuo bankroto draudimas.** Tokiomis aplinkybėmis valstybė narė iš tiesų būtų laikoma atsakinga, nepaisant jos tvarkingo įnašo raktu, jeigu kita valstybė narė negalėtų įvykdyti savo finansinių įsipareigojimų. Šiuo atveju būtų reikalingas Sutarties pakeitimas. Šį pakeitimą būtų galima padaryti taikant supaprastintą tvarką, jeigu pagal tarpvyriausybines sistemas būtų sukurtas bendras euro zonos skolų valdymo biuras, tačiau greičiausiai reikėtų taikyti įprastą tvarką, jeigu jam būtų tiesiogiai taikoma ES teisė, nes taip būtų išplėstos ES kompetencijos. Jei Sutartyje nebūtų nustatyta konkretaus pagrindo, taikant ES teisę grindžiamą požiūrį galbūt reikėtų taikyti SESV 352 straipsnį – tai reikštų, kad reikėtų vieningo Tarybos balsavimo ir Europos Parlamento pritarimo. Dėl stabilumo obligacijų išleidimo ir griežtesnio ekonominio ir fiskalinio koordinavimo, kurio reikia siekiant užtikrinti jų sėkmę, taip pat tikriausiai reikėtų reikšmingų keletu valstybių narių nacionalinės teisės pakeitimų<sup>14</sup>.

**Stabilumo obligacijų išleidimas pagal individualiąsias, bet ne bendrąsias garantijas būtų galimas laikantis esamų Sutarties nuostatų.** Pvz., didelis leidžiamos ESM paskolų sumos padidinimas ir skolinimo sąlygų pakeitimas siekiant jam leisti perskolinti rinkose pasiskolintas sumas visoms euro zonos valstybėms narėms galėtų būti atliekamas su SESV

<sup>14</sup> Pvz., 2011 m. rugsėjo 7 d. Vokietijos Konstitucinio Teismo nutarimu Vokietijos teisėkūros organui draudžiama kurti nuolatinį mechanizmą, „kuriuo būtų prisiimama atsakomybė už kitų valstybių narių savanoriškus sprendimus, ypač tada, kai jie sukelia pasekmes, kurių poveikį sunku apskaičiuoti“. Taip pat reikalaujama, kad tarpvyriausybinių valdymo sistemoje Parlamentas toliau kontroliuotų pagrindinius biudžeto politikos sprendimus.

125 straipsniu suderinamu būdu, jei ESM priskiriamo įnašo rakto proporcingumas liktų nepakitęs. Tie patys argumentai būtų taikomi galimo bendro skolų valdymo biuro, kurio įsipareigojimai toliau būtų ribojami griežtai proporcingai, emisijoms.

**Sutartį taip pat reikėtų keisti, jeigu būtų numatyta daug labiau intervencinė euro zonos ekonomikos valdymo sistema.** Atsižvelgiant į konkrečias stabilumo obligacijų savybes, siekiant išvengti moralinės rizikos atsiradimo, dalyvaujančiose valstybėse narėse reikėtų stiprinti fiskalinį ir ekonomikos valdymą bei priežiūrą. Be į lapkričio 23 d. rinkinį įtrauktų pasiūlymų, dėl tolesnių kokybinių valdymo pakeitimų turbūt reikės Sutarties pakeitimų. 3 skirsnyje išsamiau aptariamos tokios griežtesnio fiskalinio valdymo galimybės.

## 2. STABILUMO OBLIGACIJŲ LEIDIMO GALIMYBĖS

**Buvo pasiūlyta daug įmanomų stabilumo obligacijų leidimo galimybių, ypač nuo euro zonos valstybių skolos krizės pradžios.** Tačiau šias galimybes galima suskirstyti į kategorijas pagal tris plačius metodus, remiantis nacionalinės emisijos pakeitimo (visiško arba dalinio) laipsniu ir numanomu atitinkamų garantijų (bendrųjų ir individualiųjų arba individualiųjų) pobūdžiu. Šie trys bendri metodai yra šie<sup>15</sup>:

- (1) visiškas nacionalinės emisijos pakeitimas stabilumo obligacijų emisija teikiant bendrąsias ir individualiąsias garantijas;
- (2) dalinis nacionalinės emisijos pakeitimas stabilumo obligacijų emisija teikiant bendrąsias ir individualiąsias garantijas; taip pat
- (3) dalinis nacionalinės emisijos pakeitimas stabilumo obligacijų emisija teikiant individualiąsias, bet ne bendrąsias garantijas.

Šiame skirsnyje kiekvienas iš šių trijų metodų vertinamas atsižvelgiant į 1 skirsnyje išdėstytus privalumus ir prielaidas.

### 2.1. 1-asis metodas. Visiškas nacionalinės emisijos pakeitimas stabilumo obligacijų emisija teikiant bendrąsias ir individualiąsias garantijas

**Pagal šį metodą euro zonos valdžios sektoriaus finansavimas būtų visiškai padengtas stabilumo obligacijų emisija, kartu nutraukiant nacionalinę emisiją.** Nors valstybės narės galėtų leisti stabilumo obligacijas decentralizuotai pagal suderintą procedūrą, dėl veiksmingesnės tvarkos turėtų būti įsteigiama viena bendra euro zonos skolų agentūra<sup>16</sup>. Ši centralizuota agentūra išleistų stabilumo obligacijas į rinką ir paskirstytų įplaukas valstybėms narėms remdamasi atitinkamais jų finansavimo poreikiais. Tuo pačiu pagrindu ši agentūra aptarnautų stabilumo obligacijas rinkdama palūkanas ir pagrindinius mokėjimus iš valstybių narių. Stabilumo obligacijos būtų leidžiamos taikant visų euro zonos valstybių narių suteiktas bendrąsias ir individualiąsias garantijas, kurios reikštų jų kredito rizikos kaupimą. Atsižvelgiant į garantijų solidarumą, didesnių euro zonos valstybių narių kredito reitingai tikriausiai vyrautų nustatant stabilumo obligacijų reitingą – tai reikštų, kad būtų galima tikėtis,

<sup>15</sup> Ketvirtas metodas, siejamas su visišku stabilumo obligacijų pakeitimu ir individualiosiomis, bet ne bendrosiomis garantijomis, taip pat būtų įmanomas, tačiau nesvarstytas, nes jis iš esmės nesiskirtų nuo esamų emisijos tvarkų. Be to, galėtų būti parengti mišrūs atvejai, pvz., individualiosios garantijos skolos įsipareigojimams, taikomos kartu su ribota bendrąja garantija siekiant padengti trumpalaikio likvidumo trūkumą.

<sup>16</sup> Centralizuotos ir decentralizuotos emisijos privalumų ir trūkumų apžvalgą žr. 4 skirsnyje.

jog šiandien išleistų stabilumo obligacijų kredito reitingas bus aukštas. Nepaisant to, reikėtų kruopščiau išanalizuoti kryžminių garantijų, taikomų stabilumo obligacijoms, struktūrą ir jų poveikį kredito reitingui bei pajamingumui.

**Šis metodas būtų veiksmingiausias užtikrinant stabilumo obligacijų emisijos naudą.** Visišku nacionalinės emisijos pakeitimu stabilumo obligacijų emisija būtų užtikrintas visiškas refinansavimas visoms valstybėms narėms, kad ir kokia būtų jų nacionalinių viešųjų finansų būklė. Taip būtų galima panaikinti didelius likvidumo apribojimus, kuriuos šiuo metu patiria kai kurios valstybės narės, ir išvengti tokių apribojimų pasikartojimo ateityje. Šis metodas taip pat padėtų sukurti labai didelę vienuosį stabilumo obligacijų rinką, turinčią svarbių privalumų likvidumo ir mažesnių likvidumo rizikos priedų požiūriu. Naujomis stabilumo obligacijomis būtų suteiktos bendros euro zonos lyginamosios obligacijos ir taip sukurtas veiksmingesnis orientacinis pagrindas rizikai įkainoti visoje euro zonos finansų sistemoje. Užtikrinant aukštos kokybės su valdžios sektoriumi susijusį užstatą visų valstybių narių finansų įstaigoms, šiuo metodu būtų maksimaliai padidinta bendros emisijos nauda didinant euro zonos finansų sistemos atsparumą ir pinigų politikos poveikį. Pagal šį metodą stabilumo obligacijomis pasaulinei finansų sistemai taip pat būtų suteikta antra saugaus prieglobsčio rinka, kurios dydis ir likvidumas būtų panašus į JAV išdo rinkos, todėl jos būtų veiksmingiausias propaguojant tarptautinį euro vaidmenį.

**Kartu šis metodas būtų siejamas su didžiausia moraline rizika.** Valstybės narės galėtų pasinaudoti kitų valstybių narių drausme be jokių pasekmių savo finansavimo sąnaudoms. Taigi šį metodą reikėtų taikyti kartu su labai patikima sistema, skirta biudžetinei drausmei, ekonomikos konkurencingumui ir makroekonominio disbalanso mažinimui užtikrinti nacionaliniu lygmeniu. Dėl tokios sistemos reikėtų žengti gerokai didesnę žingsnį siekiant ekonominės, finansinės ir politinės integracijos, palyginti su dabartine padėtimi. Tačiau mažai tikėtina, kad be šios sistemos šiuo plataus užmojo stabilumo obligacijų emisijos metodu būtų gautas rezultatas, kuris būtų priimtinas valstybėms narėms ir investuotojams. Atsižvelgiant į solidariąsias stabilumo obligacijų garantijas ir atsparumą, kurio reikia atitinkamoje biudžetinės drausmės ir ekonomikos konkurencingumo užtikrinimo sistemoje, dėl šio stabilumo obligacijų emisijos metodo beveik neabejotinai reikėtų Sutarties pakeitimų.

**Pagal šį metodą reikėtų nustatyti valdžios sektoriaus skolos vertybinių popierių, kurie būtų leidžiami kaip stabilumo obligacijos, ribas.** Keliose valstybėse narėse obligacijas leidžia ne tik centrinė valdžia, bet ir regioninės bei vietos valdžios institucijos<sup>17</sup>. Iš esmės galima rinktis regioninės ar vietos emisijos įtraukimą. Akivaizdus privalumas būtų tas, kad būtų galima išplėsti galimą naudą rinkos stabilumo, likvidumo ir integracijos požiūriu. Tai taip pat būtų suderinama su ES požiūriu į biudžeto priežiūrą, kuri apima visą bendrą valdžios sektoriaus skolą ir biudžeto deficitą. Kita vertus, tik centrinės valdžios lygmens emisijos sujungimu būtų galima užtikrinti skaidresnę ir saugesnę tvarką. Centrinės valdžios duomenys paprastai yra lengviau prieinami, tačiau taip ne visada būna vietos valdžios institucijų atveju. Be to, tokia emisija būtų padengtas tik deficitas, kurį visiškai kontroliuoja centrinė valdžia. Tik rinkos požiūriu tokios stabilumo obligacijos pakeistų vien plačiai žinomas centrinės valdžios obligacijas, todėl palengvėtų naujų stabilumo obligacijų vertinimas<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Taip visų pirma yra Vokietijoje ir iš dalies Ispanijoje bei Prancūzijoje.

<sup>18</sup> Ši siaura stabilumo obligacijų aprėptis reikštų, kad valstybės narės turėtų įsipareigoti neleisti savo nacionalinių arba kito valstybės garantijas turinčio subjekto obligacijų, įskaitant savo subfederalinius subjektus, jeigu jie yra įtraukti į bendros emisijos sistemą.

**Laipsniško įvedimo pagal šį metodą procesas galėtų būti organizuojamas įvairiais būdais, atsižvelgiant į pageidaujamą įvedimo greitį.** Pasirinkus greitesnį įvedimą, naujos emisijos būtų leidžiamos vien stabilumo obligacijų forma, o apyvartoje esančios vyriausybės obligacijos galėtų būti konvertuotos į naujas stabilumo obligacijas, t. y. tam tikro nacionalinių vyriausybės obligacijų kiekio pakeitimo į naujas stabilumo obligacijas forma. Pagrindinis šios galimybės privalumas būtų beveik iškart sukuriama likvidi rinka su baigtine lyginamojo pajamingumo kreive. Senų obligacijų išpirkimu taip pat būtų galima palengvinti dabartines opias valstybių narių, kurių skola didelė ir palūkanų normos aukštos, finansavimo problemas. Tačiau ši operacija gali būti sudėtinga, todėl jai galėtų būti reikalingas atidus konvertavimo kurso parametrų įvertinimas siekiant kuo labiau sumažinti rinkos sutrikdymą. Kaip alternatyva galėtų būti laipsniškesnė schema, t. y. visa arba tik dalinė nauja bendra visų valstybių narių stabilumo obligacijų emisija, o apyvartoje esančios euro zonos vyriausybės obligacijos liktų antrinės rinkos apyvartoje. Todėl rinka galėtų laipsniškai priprasti prie naujos priemonės ir kurti analitines (įkainojimo) priemones, kartu kiltų mažesnė rinkos sutrikdymo rizika. Tačiau pagal šią galimybę visos stabilumo obligacijų rinkos sukūrimas truktų keletą metų (tai priklausytų nuo apyvartoje esančių obligacijų išpirkimo terminų), todėl galima nauda būtų juntama vėliau. Dėl apyvartoje esančių senų obligacijų pasakytina, kad šis segmentas laipsniškai mažėtų, nes būtų pakeičiamas stabilumo obligacijomis ir naujai išleistomis nacionalinėmis obligacijomis. Taigi bendras to segmento likvidumas laikui bėgant mažėtų, o senų obligacijų likvidumo priedas atitinkamai galėtų laipsniškai didėti.

Dėl to, kad reikėtų Sutarties pakeitimų šiam metodui įgyvendinti, gali prireikti gana daug laiko.

## **2.2. 2-asis metodas. Dalinis nacionalinės emisijos pakeitimas stabilumo obligacijų emisija teikiant bendrąsias ir individualiąsias garantijas**

**Pagal šį metodą stabilumo obligacijų emisija būtų paremta bendrosiomis ir individualiosiomis garantijomis, tačiau ja būtų pakeista tik ribota nacionalinės emisijos dalis.** Daliai emisijos ne stabilumo obligacijomis toliau būtų taikomos atitinkamos nacionalinės garantijos. Šis bendros emisijos metodas tampa žinomas kaip metodas „mėlyna arba raudona“<sup>19</sup>. Taigi euro zonos valstybių obligacijų rinką sudarytų dvi atskiros dalys:

- *Stabilumo obligacijos* (arba „mėlynosios“ obligacijos). Stabilumo obligacijos būtų leidžiamos iki tam tikrų iš anksto nustatytų ribų, todėl jomis nebūtina būtų patenkinti visi visų valstybių narių refinansavimo poreikiai. Šioms obligacijoms būtų taikomos solidariosios garantijos, taip pat jos reikštų visoms valstybėms narėms vienodą refinansavimo procentą<sup>20</sup>.
- *Nacionalinės vyriausybės obligacijos* („raudonosios“ obligacijos). Likusi emisijos dalis, reikalinga valstybių narių biudžetams finansuoti, būtų leidžiama nacionaliniu lygmeniu teikiant nacionalines garantijas. Taigi nacionalinės obligacijos (bent jau *de facto*) būtų mažesnio prioriteto nei stabilumo obligacijos, nes stabilumo obligacijoms suteikiamos solidariosios garantijos<sup>21</sup>. Kiekvienos valstybės narės nacionalinės emisijos mastas

<sup>19</sup> Žr. J. Delpa ir J. von Weizsäcker (2010). Remdamiesi Mastrichto kriterijais, jie pasiūlė 60 proc. BVP viršutinę skolos ribą.

<sup>20</sup> Dėl 1-ojo metodo pasakytina, kad stabilumo obligacijų leidimas galėtų būti vykdomas decentralizuotai, tačiau jį tikriausiai veiksmingiau valdytų centrinė skolų valdymo agentūra.

<sup>21</sup> Toks nacionalinių obligacijų antraeiliskumo statusas galėtų būti taikomas tik naujai išleistoms nacionalinėms obligacijoms, t. y. nacionalinėms obligacijoms, išleistoms po stabilumo obligacijų įvedimo. Ir, atvirkščiai, apyvartoje esančioms „senoms“ arba „likusioms“ nacionalinėms obligacijoms

priklausytų nuo sutarto bendros stabilumo obligacijų emisijos masto ir jos bendrų refinansavimo poreikių. Atsižvelgiant į šių likusių nacionalinių obligacijų rinkų ir emisijų dydį bei šalies kredito kokybę, šios nacionalinės obligacijos turėtų šaliai būdingą likvidumą ir kredito savybes bei atitinkamai skirtingą pajamingumą rinkoje, taip pat dėl to, kad didžioji valstybės kredito rizikos dalis būtų sutelkta nacionalinėse obligacijose, padidėtų kredito rizika<sup>22</sup>. Intensyvesniu rinkos spaudimu nacionalinei emisijai būtų užtikrinta rinkos drausmė.

**Pagrindinis šio metodo klausimas būtų konkretūs stabilumo obligacijų ir nacionalinės emisijos santykinių proporcijų nustatymo kriterijai.** Pagrindinės galimybės būtų šios:

- *Paprasta taisyklėmis grindžiama sistema.* Pvz., kiekvienai valstybei narei galėtų būti suteikta teisė į stabilumo obligacijų sumą, lygią nustatytam jos BVP procentui, kuris galbūt atspindėtų Sutarties 60 proc. kriterijų. Svarbus svarstytinas aspektas būtų klausimas, kokia rizikos koncentracija susidarytų nacionalinėje (ir mažesnio prioriteto) dalyje, kai ta rizika priklauso nuo bendros emisijos dydžio (kuo didesnė stabilumo obligacijų emisijos dalis, tuo didesnė rizikos koncentracija likusioje nacionalinėje emisijoje). Siekiant išvengti per didelės nacionalinės emisijos kredito rizikos ir vis tiek užtikrinti likvidumo naudą dėl bendros emisijos, būtų tikslinga viršutinę ribą nustatyti atsargiau.
- *Lankstesnė sistema, susieta su politikos atitiktimi.* Didžiausia valstybės narės stabilumo obligacijų emisijos suma galėtų būti fiksuojama taip, kaip pirmiau nurodyta, tačiau viršutinė riba bet kuriuo metu turėtų būti susieta su valstybės narės taisyklių ir rekomendacijų laikymusi pagal euro zonos valdymo sistemą. Už nesilaikymą galėtų būti taikomos sankcijos (gal net automatiškai) – atitinkamos stabilumo obligacijų skolos viršutinės ribos atitinkamai valstybei narei mažinimas (taip pat žr. 3 skirsnį). Ši sistema taip pat būtų naudojama kaip pusiau automatinė stabilumo obligacijų kredito kokybės stabilizavimo priemonė, nes būtų sumažinama atitinkama fiskaliniu požiūriu nepasiekiančių laukiamų rezultatų valstybių narių dalis.

**Pagrindinis argumentas būtų viršutinės stabilumo obligacijų emisijos ribos patikimumas.** Kai tik mėlynųjų obligacijų kvota būtų išnaudota, valstybės narės finansavimo šaltiniai galėtų gerokai padidėti. Dėl to galėtų atsirasti politinis spaudimas didinti viršutinę ribą. Jei nebūtų patikimų apsaugos priemonių nuo tokio spaudimo, dėl numanomos „negriztos“ viršutinės ribos galėtų išnykti nemažai drausminančio mėlynųjų ir raudonųjų obligacijų metodo poveikio. Todėl, nepaisant nustatytų kriterijų, skirtų viršutinei stabilumo obligacijų emisijos ribai nustatyti, būtų svarbu, kad ši viršutinė riba būtų išlaikoma ir savavališkai netikslinama, pvz., reaguojant į politinį spaudimą.

**Šis stabilumo obligacijų emisijos metodas yra siauresnio užmojo negu pirmiau nurodytas visos emisijos metodas, todėl mažiau pasiteisina ekonominės ir finansinės naudos požiūriu.** Dėl savo pirmaeiliskumo nacionalinių obligacijų atžvilgiu ir garantijų struktūros stabilumo obligacijos keltų labai mažą kredito riziką, kurią atspindėtų aukšti kredito reitingai (t. y. AAA). Todėl stabilumo obligacijų pajamingumas būtų palyginamas su esamų euro zonos AAA reitingo vyriausybės obligacijų pajamingumu. Todėl būtų gauta

---

22 turėtų būti taikomas toks pat statusas kaip ir stabilumo obligacijoms, nes jų statuso pakeitimas techniškai prilygtų įsipareigojimų neįvykdymui.  
J. Delpla ir J. von Weizsäcker įrodinėja, jog dėl didelės įsipareigojimų neįvykdymo rizikos „raudonieji“ skolos vertybiniai popieriai daugiausia būtų laikom ne bankų sistemoje dėl to, kad jų nebebūtų galima naudoti ECB refinansavimo operacijoms, ir dėl sunkiai įvykdomų kapitalo reikalavimų, taikomų bankų sistemoje.

atitinkamos naudos euro zonos finansų stabilumo, pinigų politikos poveikio ir tarptautinio euro vaidmens požiūriu, nors ji būtų mažesnė, nei taikant platesnio užmojo visiško nacionalinės emisijos pakeitimo stabilumo obligacijų emisija metoda. Kadangi stabilumo obligacijų emisijos didėjimo iki sutartos viršutinės ribos etapas greičiausiai truktų keletą metų, visos valstybės narės galėtų pirminiu etapu turėti labai plačias galimybes pasinaudamos stabilumo obligacijomis patekti į finansų rinkas. Taip būtų panaikinti galimi likvidumo apribojimai, su kuriais susiduria kai kurios valstybės narės, tačiau tuo laikotarpiu atsiranda tokios pat moralinės rizikos pasekmės kaip aptartosios 2.1 skirsnyje esant visai emisijai. Atsižvelgiant į tai, kad šioms valstybėms narėms reikėtų grįžti prie nacionalinės emisijos, jeigu būtų pasiekta viršutinė stabilumo obligacijų riba, jos turėtų pateikti pakartotinį patikinimą, kad šiuo laikotarpiu imsis biudžeto koregavimo ir struktūrinių reformų, kurių reikia siekiant nuraminti investuotojus ir taip išsaugoti galimybę pasibaigus pirminiam laikotarpiui patekti į rinkas. Tačiau naujai išleistų nacionalinių obligacijų pajamingumas padidėtų dėl jų mažesnio prioriteto. Galiausiai, jeigu būtų pasiekta gana didelė stabilumo obligacijų emisijos proporcija, rinka turėtų būti likvidi, tačiau ji būtų mažiau likvidi nei tada, jeigu visos emisijos būtų vykdomos stabilumo obligacijomis, nors likusios nacionalinės obligacijos taip pat užimtų tam tikrą rinkos dalį.

**Kita vertus, pagal šį metodą stabilumo obligacijų emisijos prielaidos būtų šiek tiek mažiau įpareigojančios.** Nustačius viršutinę stabilumo obligacijų emisijos ribą būtų padėta sumažinti moralinę riziką, nes dėl likusios nacionalinės emisijos būtų išlaikytas tam tikras rinkos drausmės lygis. Tačiau moralinės rizikos, rinkos drausmės ir užkrato rizikos ryšys nustatant tinkamas stabilumo obligacijų viršutines ribas nėra paprastas. Palyginti žema stabilumo obligacijų viršutinė riba (reiškiančia, kad likusios nacionalinės emisijos suma yra didelė) būtų ribojama moralinė rizika, tačiau dėl to valstybės narės galėtų likti su esamomis didelėmis skolomis ir tebebūti pažeidžiamos dėl pražūtingo savo nacionalinės emisijos įsipareigojimų neįvykdymo rizikos. Dėl tokio pražūtingo įsipareigojimų neįvykdymo kiltų jo užkrato rizika visai euro zonai. Palyginti aukšta stabilumo obligacijų viršutinė riba (reiškianti, kad likusios nacionalinės emisijos suma yra maža) reikštų didesnę moralinę riziką, tačiau ja vis dar būtų sudaromos sąlygos galimybei valstybėse narėse neįvykdyti įsipareigojimų, turinčiai ne tokį pražūtingą poveikį ir keliančiai mažesnę užkrato riziką visai euro zonai. Siekiant paremti stabilumo obligacijų emisiją vis tiek būtų reikalinga patikima sistema fiskalinei drausmei ir ekonomikos konkurencingumui palaikyti nacionaliniu lygmeniu, nors rinkos drausmė, užtikrinama išsaugant nacionalinę emisiją, galėtų reikšti mažiau išpuodingą suverenumo perleidimą, negu taikant visos stabilumo obligacijų emisijos metodą. Viršutinės ribos pasirinkimu taip pat būtų apibrėžta tikėtina stabilumo obligacijų kredito kokybė. Palyginti žema viršutinė riba būtų palaikoma stabilumo obligacijų kredito kokybė, nes būtų ribojama skolos, užtikrinamos patikimesnėmis bendrosiomis ir individualiosiomis garantijomis, suma<sup>23</sup>. Dėl solidariųjų stabilumo obligacijų garantijų beveik neabejotinai reikėtų Sutarties pakeitimų.

**Laipsniško įvedimo pagal šį metodą procesas taip pat galėtų būti organizuojamas įvairiais būdais, atsižvelgiant į pageidaujama įvedimo greitį.** Pasirinkus greitesnį įvedimą, tam tikra apyvartoje esančių euro zonos vyriausybių obligacijų dalis būtų pakeista stabilumo

<sup>23</sup> Bruegelio instituto pasiūlyme, kaip standartą taikant Maastrichto kriterijų, nustatoma 60 proc. BVP viršutinė riba, tačiau buvo pateikti kiti pasiūlymai, kuriuose nurodomos dar žemesnės viršutinės ribos. Iš tiesų buvo įrodinėjama, kad pakankamai žema viršutinė riba iš esmės garantuoja nulinę euroobligacijų įsipareigojimų neįvykdymo riziką. Tipinė prielaida įkainojant įsipareigojimų neįvykdymo riziką yra ta, kad įsipareigojimų neįvykdymo atveju galima išieškoti 40 proc. skolos. Taikant šį argumentą valstybės skolai, žemesnė už išieškojimo vertę viršutinė riba reikštų, kad skolos vertybiniai popieriai, išleisti pagal bendrą schemą, būtų aptarnaujami bet kokiomis sąlygomis.

obligacijomis iš anksto nustatyta dieną ir taikant iš anksto nustatytus koeficientus. Taip būtų greitai sukurta apyvartoje esančių stabilumo obligacijų kritinė masė ir pakankamai likvidi rinka su baigtine lyginamojo pajamingumo kreive. Tačiau tai galėtų reikšti, kad dauguma valstybių narių perėjimo momentu pasiektų viršutinės ribas ir kad jos turėtų kapitalo rinkose toliau naudotis nacionalinėmis obligacijomis. Esant dabartinėms rinkos sąlygoms, kai kurioms valstybėms narėms tai galėtų būti trūkumas. Pasirinkus laipsniškesnį įvedimą, visa (arba beveik visa) nauja bendroji valstybių narių emisija būtų vykdoma stabilumo obligacijomis, kol būtų pasiekta viršutinė stabilumo obligacijų emisijos tikslinė riba. Kadangi keletą metų būtų leidžiamos vien (arba beveik vien) stabilumo obligacijos, šis metodas padėtų sumažinti rinkos spaudimą ir pažeidžiamoms valstybėms narėms būtų suteikta laiko reformoms įgyvendinti. Tačiau iškyla konkrečių uždavinių pereinanajam laikotarpiui, nes labai įsiskolinusiose šalyse paprastai yra daugiau ir dažniau pratęsimi skolos terminai. Jei nebus susitarta dėl kitos tvarkos, jų skolos pakeitimas stabilumo obligacijomis iki viršutinės ribos bus greitesnis nei vidutinis, o šalyse, kurių skola yra žemesnė už šią viršutinę ribą, jis truktų ilgiau. Todėl individuali rizika, kuri padengiama galima solidariąja garantija, pereinanajame etape būtų iškreipta į aukštesnę pusę, o kitoje pusėje likvidumo poveikis, kurį turėtų kompensuoti AAA šalys, vis dar būtų mažas. Į šį specifiškumą gali tekti atsižvelgti valdymo tvarkoje. Pvz., galėtų būti nustatyta alternatyva metinėms iš anksto nustatytoms viršutinėms riboms, kurios lėtai didėtų nuo nulio iki pageidaujamo ilgalaikio dydžio.

Dėl to, kad reikėtų Sutarties pakeitimų, šiam metodui įgyvendinti, kaip ir 1-ojo metodo atveju, taip pat gali prireikti gana daug laiko, nors dėl dalinės priklausomybės nuo rinkų signalizavimo ir drausminimo reikėtų mažiau būtinų ekonomikos ir fiskalinio valdymo pakeitimų ir dėl to įgyvendinimo procesas galėtų tapti mažiau sudėtingas ir trumpesnis.

### **3 langelis. Skolos grąžinimo paktas ir patikimos obligacijos**

Vokietijos ekonomikos ekspertų taryba (VEET) metinėje 2011 m. gruodžio mėn. ataskaitoje<sup>24</sup> kaip konkretų dalinės emisijos metodo pavyzdį pateikė pasiūlymą dėl patikimų obligacijų, kuris yra visos euro zonos skolos mažinimo strategijos, kuria siekiama sumažinti valdžios sektoriaus įsiskolinimo lygį, kad jis neviršytų 60 proc. viršutinės ribos, kaip nurodyta Maastrichto sutartyje, dalis.

Vienas iš šios strategijos ramsčių yra vadinamasis skolos grąžinimo fondas. Šiame fonde būtų sukaupta valdžios sektoriaus skola, didesnė nei 60 proc. atskirų euro zonos valstybių narių BVP. Jis būtų grindžiamas bendra atsakomybe. Pagal nustatytą konsolidacijos planą kiekviena dalyvaujanti šalis būtų įpareigota per 20–25 metų laikotarpį savarankiškai išpirkti perkeltą skolą. Bendroji atsakomybė grąžinimo etape reiškia, kad taip būtų sukurtos patikimos obligacijos. Praktiškai skolos grąžinimo fondas leistų patikimas obligacijas, o pajamas dalyvaujančios šalys naudotų savo iš anksto sutarties finansavimo poreikiams, susijusiems su apyvartoje esančių obligacijų išpirkimu ir nauju skolinimusi, padengti. Todėl skolos perkėlimas būtų laipsniškai atliktas per apytikriai penkerius metus. Todėl valstybės narės, kurių skola yra didesnė kaip 60 proc. BVP, pirminiame etape neturi gauti finansavimo rinkoje, kol tvirtai laikomasi iš anksto sutarto skolos mažinimo plano. Pasibaigus pirminiam etapui, nesumokėtą skolą euro zonoje sudarytų: i) nacionalinė skola iki 60 proc. šalies BVP ir ii) skola, perkelta į skolos grąžinimo fondą, lygų skolos likučiui perkėlimo metu. Lieka neatsakytų klausimų, pvz., dėl fondo rizikos ir fondo obligacijų užtikrinimo įkeitimu poveikio *de facto* pirmaeiliskumui.

<sup>24</sup> Paskelbta 2001 m. lapkričio 9 d., <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/aktuellesjahrgutachten.html>, 9–13 ir 184–197 dalys.

VEET skolos gražinimo pakte derinama (laikina) bendra emisija ir griežtos fiskalinio koregavimo taisyklės. Tai nėra pasiūlymas dėl stabilumo obligacijų šios žaliosios knygos prasme, o pasiūlymas tuo požiūriu, kad bendra emisija būtų laikina ir naudojama tik valstybėms narėms, kurių valstybės skolos santykis yra didesnis nei 60 proc. BVP. Tačiau VEET siūlo įdiegti laikiną finansavimo priemonę, kuria visoms euro zonos valstybėms narėms būtų suteikta laiko ir daugiau erdvės finansiškai atsikvėpti siekiant sumažinti savo skolą iki mažiau nei 60 proc. BVP. Kai tik bus pasiektas šis tikslas, fondas ir patikimos obligacijos bus automatiškai likviduotos. Todėl patikimos obligacijos yra krizinė priemonė, o ne nuolatinės euro zonos vyriausybės obligacijų rinkų integracijos būdas. Nors ir laikinas, skolos gražinimo paktas galėtų padėti spręsti dabartinę per didelės skolos problemą.

### **2.3. 3-iasis metodas. Dalinis nacionalinės emisijos pakeitimas stabilumo obligacijų emisija teikiant individualiąsias, bet ne bendrąsias garantijas**

**Pagal šį metodą stabilumo obligacijomis ir šiuo atveju tik iš dalies būtų pakeista nacionalinė emisija ir jos būtų paremtos proporcinėmis euro zonos valstybių narių garantijomis<sup>25</sup>.** Šis metodas skiriasi nuo 2-ojo metodo tiek, kiek valstybės narės išsaugotų atsakomybę už atitinkamą savo stabilumo obligacijų emisijos dalį, taip pat už savo nacionalinę emisiją. Tačiau klausimai, susiję su stabilumo obligacijų ir nacionalinės emisijos padalijimu, įskaitant stabilumo obligacijų emisijos viršutinės ribos pasirinkimą, iš esmės būtų tokie pat.

**Šiuo stabilumo obligacijų metodu ne tik būtų gauta mažiau bendros emisijos teikiamos naudos, bet ir dėl jo reikėtų įvykdyti keletą priedaidų.** Dėl individualiųjų, bet ne bendrųjų garantijų moralinė rizika būtų sumažinta. Valstybės narės negalėtų išleisti emisijos pasinaudodamos galbūt aukštesne kitų valstybių narių kredito kokybe. Be to, toliau leidžiant nacionalines obligacijas valstybėms narėms grėstų rinkos tyrimas ir kritika, kurie galbūt kartais būtų papildoma atgrasymo nuo neatsakingo fiskalinio elgesio priemonė. Nors šis metodas būtų mažiau naudingas finansų rinkos veiksmingumo ir stabilumo požiūriu, jį būtų galima panaudoti lengviau ir greičiau. Kadangi būtų teikiamos individualiosios, bet ne bendrosios garantijos, valstybėms narėms, kurioms taikomi didesni rinkos rizikos priedai, mažo obligacijų pajamingumo valstybių narių kreditingumas būtų gerokai mažiau naudingas negu pagal 2-ąjį metodą ir ypač – negu pagal 1-ąjį metodą. Šiuo požiūriu galima 3-iojo metodo įtaka švelninant valstybių skolos krizę euro zonoje ir jos galimą poveikį finansų sektoriui būtų kur kas mažesnė. Tačiau, atsižvelgiant į galbūt trumpesnę šio metodo įgyvendinimo laikotarpį, jis galbūt galėtų, skirtingai nei kiti du metodai, padėti spręsti dabartinės valstybių skolos krizės problemą.

**Pagrindinis su šiuo metodu susijęs klausimas būtų garantijų, kuriomis grindžiamos stabilumo obligacijos, pobūdis.** Jeigu kredito kokybė nėra gerinama, stabilumo obligacijų, pagrįstų individualiosiomis, bet ne bendrosiomis garantijomis, kredito kokybė geriausiu atveju būtų euro zonos valstybių narių kredito kokybių (svertinis) vidurkis. Ją netgi būtų galima nustatyti pagal žemiausio reitingo valstybės narės kredito kokybę, jei visų valstybių narių stabilumo obligacijoms nebūtų taikomas patikimas pirmaeiliskumas nacionalinės emisijos atžvilgiu (žr. toliau). Dėl to galėtų sumažėti investuotojų ir aukštesnio reitingo valstybių narių palankumas šiai priemonei ir stabilumo obligacijų privalumai, ypač jų atsparumas finansinių sunkumų laikotarpiu.

**Siekiant padidinti palankumą stabilumo obligacijoms pagal šį metodą, galėtų būti gerinama jas grindžiančių garantijų kokybė.** Valstybės narės galėtų teikti prioritetą stabilumo obligacijų skolų aptarnavimui. Be to, valstybės narės galėtų suteikti užstatą, pvz., grynųjų pinigų ir aukso atsargų, kurios daugelyje ES šalių gerokai viršija poreikius, taip pat skirti konkrečias mokestines pajamas stabilumo obligacijoms aptarnauti. Labiau negu pagal 2-ąjį metodą, pagal kurį bendra dalis grindžiama bendrosiomis ir individualiosiomis garantijomis, šios galimybės įgyvendinamumas priklauso nuo bendro emitento pirmaeiliskumo padėties ir bendrai emisijai taikomos atsargios ribos. Tai rodo, kad reikia kruopščiai išanalizuoti šios galimybės poveikį dabartinėms apyvartoje esančioms

<sup>25</sup> Toks metodas buvo apsvarstytas Giovannini grupės ataskaitoje (2000) – nors ir taikant decentralizuotą emisiją – ir pastaruoju metu jį pasiūlė P. De Grauwe ir W. Moesen (2009), M. Monti (2010) ir J.-C. Juncker ir G. Tremonti (2010).

obligacijoms, kai gali būti kokių nors neigiamų įkeitimo nuostatų, ir nustatyti tinkamus sprendimus.

**Nors įprastinėmis sąlygomis bendros skolos sąnaudos šaliai turėtų likti pastovios arba kristi, ribinės skolos sąnaudos didėtų.** Tai turėtų padėti užkertant kelią moralinei rizikai ir skatinant biudžetinę drausmę, net jei nebūtų jokios konkrečios griežtesnio valdymo arba fiskalinės priežiūros formos. Ir taip stabilumo obligacijomis būtų užtikrinta sąsaja su naujai sukurtu valdymo paketu ir didinamas jo veiksmingumas, jeigu sumos, kurios turi būti finansuojamos pasinaudojant bendra emisija, būtų nustatytos jas glaudžiai susiejant su fiskaliniais tikslais, nustatytais stabilumo programose, ir būtų sukuriamos stiprios paskatos greitai mažinti bendrą skolos dydį<sup>26</sup>. Todėl taip pat nebeliktų poreikio keisti Sutartį šiuo atžvilgiu. Tačiau dėl stabilumo obligacijų kredito kokybės išsaugojimo tikriausiai reikėtų antrinės teisės akto siekiant nustatyti stabilumo obligacijų pirmaeiliskumą.

**Alternatyvūs būdai vertinant likusias obligacijas, taip pat jų atitinkamus privalumus ir trūkumus, būtų panašūs į aprašytuosius pagal 2-ąjį metodą.**

**Šią galimybę būtų galima palyginti greitai įgyvendinti.** Šios galimybės būtų galima siekti nereikalaujant ES sutarties pakeitimų, o antrinės teisės aktas galėtų būti naudingas siekiant sustiprinti pirmaeiliskumo principą. Be to, nacionalinių obligacijų pakeitimas stabilumo obligacijomis būtų tik dalinis.

### 2.3.1. *Metodų derinimas*

**Kadangi šių trijų metodų taikymo sritis, užmojis ir reikalingas įgyvendinimo laikas skiriasi, jie galėtų būti derinami.** 1-asis metodas galėtų būti laikomas plačiausio užmojo metodu, kurį taikant būtų galima pasiekti geriausių rezultatų rinkos integracijos ir stabilumo stiprinimo srityje, tačiau jam įgyvendinti galėtų pririnkti gana daug laiko. Ir, atvirkščiai, atrodo, kad 3-iasis metodas dėl skirtingos taikymo srities ir garantijų struktūros būtų daug lengviau parengiamas greičiau naudoti. Taigi yra tam tikras kompromisas tarp stabilumo obligacijų savybių bei taikymo srities užmojų ir galimo jų įgyvendinimo greičio. Kad neliktų šio kompromiso, įvairios galimybės galėtų būti derinamos kaip nuoseklūs laipsniško įgyvendinimo proceso etapai: palyginti ankstyvas daliniu metodu ir individualių garantijų struktūra grindžiamas įvedimas, derinamas su tolesnio šios priemonės plėtojimo gairėmis ir susijusiu griežtesniu valdymu. Tokios išankstinės politinės gairės galėtų padėti nuo pat pradžių užtikrinti stabilumo obligacijų pripažinimą rinkoje.

### 2.3.2. *Poveikis euro zonai nepriklausančioms ES valstybėms narėms ir trečiosioms šalims*

**Dalyvavimas stabilumo obligacijų sistemoje paprastai laikomas skirtu euro zonos valstybėms narėms<sup>27</sup>.** Taip yra dėl normalaus valstybių narių noro leisti skolos vertybinius popierius ir išsaugoti rinkas savo valiuta ir dėl to, kad euroobligacijos galėtų būti didesnės ekonominės ir politinės integracijos sistemos dalis. Tačiau, nepaisant to, valstybes nares

<sup>26</sup> Panašiai – tačiau dėl to reikėtų keisti Sutartį – L. Bini-Smaghi pasiūlė euroobligacijas su proporcinėmis garantijomis, tačiau su teise į valstybių narių į viršvalstybinę agentūrą perkeltos skolos emisiją. Skolos vertybiniai popieriai galėtų būti leidžiami iki lygio, kuriam Taryba vykstant kasmetiniam stabilumo programų tvirtinimui pritartų, todėl būtų neįmanoma išleisti skolos vertybinių popierių siekiant padengti išlaidas, viršijančias kiekvienais metais nustatomą skolos ribą. Taip būtų sukurtas „skolos stabdys“, kuriuo šalis būtų priversta, kai jos valstybės skola pernelyg priartės prie sutartos ribos, kuo greičiau priimti sprendimą.

<sup>27</sup> Net jei atrodo, ypač pagal 3-įjį metodą, kad euro zonai nepriklausančių valstybių narių dalyvavimas yra galimas.

paveiks stabilumo obligacijų sistemos įvedimas, vykdomas kartu su ekonomikos valdymo sistemos stiprinimu. Dėl stabilumo obligacijomis skatinamo finansinio stabilumo visoje euro zonoje taip pat tiesiogiai ir reikšmingai stabilizuotą šių šalių finansų rinkos bei institucijos. Tas pats galiotų bet kuriai trečiajai šaliai tiek, kiek ji būtų ekonomiškai ir finansiškai susijusi su euro zona. Kita vertus, sukūrus labai didelę ir patikimą saugaus turto rinką, remiantis stabilumo obligacijomis, galėtų būti prisidėta prie investuotojams naudingos finansų rinkų konkurencijos.

**1 lentelė. Trijų pagrindinių galimybių apžvalga**

	(1 galimybė)	(2 galimybė)	(3 galimybė)
<b><i>Pagrindinės savybės</i></b>			
– Nacionalinės emisijos pakeitimo stabilumo obligacijomis laipsnis	Visiškas	Dalinis	Dalinis
– Garantijų struktūra	Bendrosios ir individualiosios	Bendrosios ir individualiosios	Sustiprintos individualiosios (ne bendrosios)
<b><i>Pagrindinis poveikis</i></b>			
– vidutinėms finansavimo sąnaudoms	1) Vidutinis teigiamas labai didelio likvidumo poveikis, kurį atsveria didelė moralinė rizika.	1) Vidutinis teigiamas vidutinio likvidumo poveikis ir ribota moralinė rizika.	1) Vidutinis teigiamas poveikis, mažesnis likvidumo poveikis ir patikimesnė didesnės rinkos drausmės skatinama politika.
1) visoms stabilumo obligacijoms	2) Didelis naudos poslinkis nuo žemesnio reitingo šalių link aukštesnio reitingo šalių.	2) Mažesnis naudos poslinkis nuo žemesnio reitingo šalių link aukštesnio reitingo šalių. Tam tikras rinkos spaudimas valstybėms narėms, turinčioms didelę skolą ir ne geriausius kredito reitingus.	2) Jokio poveikio šalyje. Stipresnis rinkos spaudimas valstybėms narėms, turinčioms didelę skolą ir ne geriausius kredito reitingus.
2) šalyse			
– galimai moralinei rizikai (be griežtesnio valdymo)	Didelis	Vidutinis, bet yra stiprios rinkos paskatos laikytis fiskalinės drausmės.	Mažas, stiprios rinkos paskatos laikytis fiskalinės drausmės.
– Europos finansinei integracijai	Didelis	Vidutinis	Vidutinis
– ES finansų rinkų patrauklumui pasaulyje	Didelis	Vidutinis	Vidutinis
– finansų rinkos stabilumui	Didelis	Didelis, tačiau yra tam tikrų problemų netvaraus nacionalinės emisijos dydžio atveju.	Mažas, tačiau ji gali padėti įveikti dabartinę krizę dėl jos greito įgyvendinimo.

<i>Teisiniai argumentai</i>	Galbūt reikia keisti Sutartį.	Galbūt reikia keisti Sutartį.	Jokių pakeitimų Būtų antrinės teisės aktas.	Sutarties nereikia. naudingas
<i>Reikalingas minimalus įgyvendinimo laikotarpis</i>	Ilgas	Nuo vidutinio iki ilgo	Trumpas	

### 3. FISKALINĖ STABILUMO OBLIGACIJŲ SISTEMA

#### 3.1. Pagrindiniai faktai

**Fiskalinės priežiūros sistema jau buvo stiprinama vykdant naujausią Stabilumo ir augimo pakto (SAP) reformą, įtraukiant naujus vykdymo užtikrinimo mechanizmus.** Be to, artimiausioje ateityje ji turėtų būti toliau stiprinama euro zonos valstybėms narėms pagal perviršinio deficito procedūrą ir (arba) prašant finansinės pagalbos arba ją gaunant remiantis pastarosiomis euro zonos valstybių ir vyriausybių vadovų išvadomis bei Komisijos pasiūlymu dėl dviejų naujų reglamentų, grindžiamų 136 straipsniu:

- reglamento dėl euro zonos valstybių narių biudžeto planų projektų stebėsenos bei vertinimo ir perviršinio deficito padėties ištaisymo užtikrinimo bendrųjų nuostatų pasiūlyme siekiama trejopo tikslo: a) papildyti Europos semestrą bendru biudžeto tvarkaraščiu, kuriuo siekiama geriau suderinti pagrindinius veiksmus rengiant nacionalinius biudžetus; b) papildyti daugiašalę biudžeto politikos priežiūros sistemą (Stabilumo ir augimo pakto prevencinę funkciją) papildomais stebėsenos reikalavimais siekiant užtikrinti, kad ES politikos rekomendacijos biudžeto srityje būtų tinkamai integruotos į nacionalinio biudžeto rengimo procedūras; c) papildyti valstybių narių perviršinio deficito panaikinimo procedūrą (Stabilumo ir augimo pakto korekcinę funkciją) – numatyti atidesnę stebėseną valstybių narių biudžeto politikos perviršinio deficito tvarkoje siekiant užtikrinti, kad perviršinis deficitas būtų laiku ir patikimai panaikinamas;
- reglamento dėl griežtesnės priežiūros pasiūlymu užtikrinama, kad euro zonos valstybėms narėms būtų taikoma griežtesnė priežiūra, kai jos patiria arba joms gresia patirti didelių finansinių sutrikimų, siekiant užtikrinti, kad jos greitai atkurtų normalią padėtį, ir apsaugoti kitas euro zonos valstybes nares nuo galimo neigiamo šalutinio poveikio.

Šie du nauji reglamentai kartu su esminiais pakeitimais, susijusiais su SAP reforma, sudaro tvirtą pagrindą geriau koordinuoti euro zonos valstybių narių biudžeto politiką.

**Vis dėlto dėl stabilumo obligacijų kyla moralinė rizika, todėl reikia toliau stiprinti sistemą, atsižvelgiant į pasirenkamą galimybę.** Galima nustatyti tris tokios sustiprintos sistemos aspektus:

- Griežtesnė priežiūra ir kišimasis kuriant ir įgyvendinant nacionalinę fiskalinę politiką turėtų būti garantuotas daugiau, nei apima naujausi pasiūlymai. Be to, stabilumo obligacijų aptarnavimas turėtų būti visiškai užtikrintas.
- Kartu dėl paties stabilumo obligacijų buvimo galėtų iš esmės pasikeisti biudžeto sudarymo procesai, ypač taikant paskirstymo mechanizmus, ir galėtų būti pasiūlyta priemonė, kuria būtų galima veiksmingai įgyvendinti taisyklėmis grindžiamą fiskalinės politikos sistemą.
- Stabilumo obligacijų sistemai įsivesti galėtų būti taikomos fiskalinės sąlygos, dėl kurių padidėtų tiek dabartinių koregavimo planų, tiek vėlesnio etapo veiksmų patikimumas.

### 3.2. Griežtesnė priežiūra ir kišimasis į nacionalinę fiskalinę politiką

**Naujausiomis ir būsimosiomis priežiūros reformomis sukuriamas patikimas šios rizikos ribojimo pagrindas, tačiau reikėtų daugiau.** Toks sistemos stiprinimas galėtų būti taikomasi ES priežiūrai ir nacionalinėms biudžeto struktūroms.

**Pagal šiuo metu aptariamus pakeitimus dėl to reikėtų kruopščiau nagrinėti biudžeto projektus – ne tik fiskaliniu požiūriu sunkumų patiriančių šalių, bet ir visų dalyvaujančių valstybių narių.** Galėtų būti reikalinga, kad tam tikromis aplinkybėmis, pvz., esant dideliame išsiskolinimui arba biudžeto deficitui, dalyvaujančių valstybių narių biudžetus tvirtintų ES. Be to, reikėtų daug tvirtesnės biudžeto vykdymo stebėsenos sistemos. Į ją galėtų būti įtrauktas reguliarus atsiskaitymas bendruose susitikimuose dėl biudžeto, fiskalinių rezultatų suvestinėmis grindžiamų perspėjimo mechanizmų kūrimas ir faktinė galimybė ištaisyti nuokrypius vykdymo metu – pvz., aiškiai planuojant *ex ante* biudžeto atsargas ir taikant sąlygas brangių naujų priemonių dėl vykdymo pagal grafiką įsigaliojimui.

**Nacionalinės fiskalinės sistemos bus stiprinamos palyginti greitai, t. y. įgyvendinant Direktyvą dėl biudžeto sistemų (kurios įgyvendinimą iš esmės būtų galima pagreitinti).** Be to, vyksta diskusijos, kuriose siekiama eiti dar toliau, *inter alia*, nustatant taisykles, pagal kurias SAP sistema perkeliama į nacionalinę teisę, pageidautina konstituciniu lygmeniu, kartu numatant adekvacius vykdymo užtikrinimo mechanizmus. Kitos galimos pagrindinės nacionalinių sistemų stiprinimo priemonės: privalomų vidutinės trukmės sistemų tvirtinimas, nepriklausomos institucijos, vertinančios atitinkamas nacionalinių biudžetų prielaidas, ir veiksmingi viešojo administravimo lygmenų koordinavimo mechanizmai. Kalbant apie pastarąjį punktą, skolos jungimas Europos lygmeniu gali būti papildoma priežastis suartinti viešojo administravimo subsektorių skolos valdymą.

**Nacionalinės sistemos taip pat turi atlikti svarbią funkciją remiant priežiūrą ES lygmeniu.** Pvz., dėl bendrų terminų rengiant biudžetus palengvėtų ES priežiūra (taip pat iš esmės gali būti reikalinga rasti būdą praktiškai paskirstyti stabilumo obligacijas). Analogiškai, tinkama biudžeto vykdymo kontrolė ES lygmeniu priklauso nuo šiuo tikslu numatytos patikimos nacionalinės tvarkos, dėl kurios gali būti reikalinga patvirtinti bendrus kontrolės ir informacijos atskleidimo standartus.

**Turėtų būti pradėta taikyti sistema, kuria būtų patikimai užtikrintas visapusiškas kiekvienos stabilumo obligacijų emisija besinaudojančios valstybės narės skolos aptarnavimas.** Tai reiškia, kad jokiais aplinkybėmis neturėtų kilti abejonių dėl stabilumo obligacijų aptarnavimo arba konkrečiau – bendros emisijos palūkanų mokėjimo. Viena galimybė pasiekti šį tikslą būtų suteikti didesnius intervencinius įgaliojimus ES lygmeniu didelių finansinių sunkumų atvejais, įskaitant galimybę išsipareigojimų nesilaikančioms valstybėms narėms taikyti tam tikrą administravimo formą. Kita galimybė, kaip jau minėta ankstesniame skirsnyje, kuria galbūt mažiau būtų pažeistas nacionalinis suverenitetas, būtų nustatyti sąlygą dalyvaujančioms šalims dėl skolos aptarnavimo stabilumo obligacijų sistemoje pirmaeiliskumo bet kokių kitų nacionaliniuose biudžetuose numatytų išlaidų atžvilgiu. Reikėtų, kad tokios taisyklės turėtų griežtą teisinę galią, galbūt konstituciniu lygmeniu. Be to, pagal tai išsipareigojimai dėl stabilumo obligacijų sistemos turėtų būti didesnio prioriteto, palyginti su (likusiomis) naujomis nacionalinėmis emisijomis, jei tokių būtų.

### 3.3. Stabilumo obligacijos kaip patobulintos fiskalinės sistemos dalis

Nors dėl stabilumo obligacijų kyla moralinė rizika, taip pat tikėtina, kad dėl jų iš pagrindų keisis sąlygos, kuriomis formuojama ir įgyvendinama biudžeto politika. Taip pirmiausia būtų dėl to, kad Europos rekomendacijos dėl nacionalinės biudžeto politikos būtų paverstos realiais skaičiais vykstant pačiam skolinimosi kvotų dalyvaujančioms valstybėms narėms nustatymo procesui. Iš tiesų, kad stabilumo obligacijų sistema veiktų pagal visas aptartas galimybes, reikėtų nustatyti *ex ante* viršutines ribas nacionaliniam skolinimuisi, į kurias turėtų patekti nacionaliniai biudžetai arba jos bent jau turėtų poveikį jiems, visų pirma plataus masto galimybių atveju (t. y. pirmiau pateiktas 1-asis metodas), kai stabilumo obligacijomis turėtų būti patenkinti visi nauji dalyvaujančių šalių finansavimo poreikiai arba dauguma jų. Šiuo požiūriu stabilumo obligacijos gali būti laikomos ne tik galimu moralinės rizikos šaltiniu, bet ir geresnio biudžeto politikos koordinavimo taikant veiksmingą taisyklėmis grindžiamos sistemos vykdymo užtikrinimą varikliu.

**Jeigu stabilumo obligacijomis turėtų būti užtikrintas visas valdžios sektoriaus finansavimas arba jo dalis (t. y. 1-asis metodas), kvotų pagal stabilumo obligacijų schemą sistema turėtų būti pagrįsta aiškiais principais:**

- (1) *Maksimalios kvotos turėtų būti grindžiamos pakankamai patikimomis fiskalinėmis taisyklėmis, kartu su sistema pagal SAP, kuriuo suteikiamas natūralus pagrindas. Taigi šiomis taisyklėmis turėtų būti užtikrinta didelė atsakingo fiskalinio elgesio paskata.*
- (2) *Šiomis rekomendacijomis turėtų būti sprendžiamas lankstumo laipsnio klausimas, kad būtų galima įveikti netikėtus pokyčius ir kiek įmanoma sumažinti procikliškos politikos riziką. Pagrindinis klausimas būtų, ar fiskalinis lankstumas, kuriuo siekiama reaguoti į šaliai būdingus arba euro zonos lygmeniu pasitaikančius sukrėtimus, būtų užtikrintas papildoma stabilumo obligacijų emisija, ar turėtų būti pasikliaujama nacionaline emisija (jeigu išliktų jų galimybė). Kuo didesnis lankstumas leidžiamas sistemoje, tuo daugiau reikia ribojamųjų mechanizmų (pvz., kontrolinių sąskaitų), kuriais siekiama užtikrinti, kad lankstumas būtų išlaikomas neperžengiant sutartų ribų ir kad būtų išvengta nepastebimo skolos didėjimo.*
- (3) *Į šias taisykles taip pat tikriausiai būtų įtraukta tam tikra laipsniško atsako į nepatikimus fiskalinius pokyčius forma. Ši gradacija galėtų būti pateikiama kaip griežtesnė priežiūra ir kišimasis į nacionalinę fiskalinę politiką, kaip numatyta pirmiau.*

**Be to, į sistemą galėtų būti integruotos patikimos fiskalinės politikos finansinės paskatos.** Nors stabilumo obligacijų pajamingumas būtų grindžiamas rinka, finansavimo sąnaudos galėtų būti diferencijuojamos pagal valstybes nares, atsižvelgiant į jų fiskalinę padėtį ar fiskalinę politiką arba jų rinkos kreditingumą, kaip rodo nacionalinių emisijų rizikos priedas bendrų emisijų atžvilgiu. Taip sistemoje būtų užtikrinta patikimos fiskalinės politikos paskata ir imituota rinkos drausmė, taikant sklandesnę ir nuoseklesnę būdą nei rinkose. Tokia paskata, kuri automatiškai egzistuočiau pagal individualiųjų garantijų galimybę, nukrypus nuo planų galėtų būti papildomai stiprinama baudžiamaisiais procentais.

### 3.4. Sistemos įsivedimui taikomos fiskalinės sąlygos

**Siekiant įgyvendinti stabilumo obligacijų kaip stabilumą užtikrinančių obligacijų viziją, taip pat būtų galima nustatyti valstybėms narėms makroekonominės ir fiskalines sąlygas, kad jos galėtų prisijungti prie sistemos ir joje likti.** Pvz., valstybėms narėms galėtų būti nesuteikta teisės naudotis stabilumo obligacijomis, jeigu jos nevykdytų savo įsipareigojimų pagal SAP arba pagal sugriežtintą fiskalinę sistemą. Arba valstybės narės, pažeidžiančios savo fiskalinius tikslus, galėtų privalėti pateikti (papildomą) užstatą už naują stabilumo obligacijų emisiją arba joms galėtų būti taikomas papildomas palūkanų apmokestinimas. Galimybė taip pat galėtų būti ribojama kaip nesilaikymo laipsnio funkcija, t. y. už kiekvieną nuokrypio nuo valdžios sektoriaus biudžeto procentinį punktą BVP galėtų būti tam tikru procentinių punktų BVP skaičiumi sumažinama teisė išleisti stabilumo obligacijas.

Būtų galima tikėtis gana daug šio metodo privalumų:

- Pirma, tiek, kiek valstybės narės pageidauja būti įtrauktos į stabilumo obligacijų sistemą, valstybės narės turėtų turėti papildomų paskatų visiškai įgyvendinti jau pradėtą konsolidaciją ir reformų priemones, labai panašiai kaip konvergencijos priemones, kurių buvo imtasi siekiant įvesti eurą.
- Antra, finansų rinkos ir apskritai visuomenė laikytų konsolidacijos planus patikimesniais, atsižvelgiant į stabilumo obligacijų perspektyvą. Taip dėl perspektyvos prisijungti prie stabilumo obligacijų sistemos pasitikėjimas galėtų padidėti jau palyginti artimoje ateityje. Toks atkurtas pasitikėjimas iš esmės galėtų palengvinti fiskalinį koregavimą kai kuriose šalyse.
- Galiausiai griežtos fiskalinės sąlygos, taikomos prisijungimui ir nuolatiniam dalyvavimui, prieš atitinkamoms šalims pradėdant dalyvauti stabilumo obligacijų emisijoje padėtų mažinti skolos santykį ir skolinimosi poreikius. Šiuo būdu būtų galima sumažinti rizikos priedus ir stabilumo obligacijų pajamingumą.

Toks metodas reikštų, kad valstybėms narėms reikėtų išlaikyti likusias finansavimo galimybes, jeigu neįvykdytų šių sąlygų. Taigi stabilumo obligacijomis nebūtinai būtų pakeičiama visa euro zonos valstybių narių obligacijų emisija. Taip pat reikėtų paskirti instituciją ar įstaigą, privalančią kontroliuoti atitiktį šiems prisijungimo kriterijams (pvz., bet nebūtinai, skolų valdymo biurą).

## 4. ĮGYVENDINIMO KLAUSIMAI

### 4.1.1. Organizacinė struktūra

**Reikėtų išspręsti gana daug klausimų, susijusių su stabilumo obligacijų emisijos organizavimu.** Svarbiausia, reikėtų, kad būtų nustatyta institucinė finansavimo operacijų struktūra, t. y. ar būtų steigiamas centralizuotas skolų valdymo biuras (SVB), ar esminės funkcijas decentralizuotai atliktų nacionaliniai išdai bei skolų valdymo biurai. Dėl decentralizuoto metodo pasakytina, kad obligacijas reikėtų leisti taikant vienodas sąlygas ir procedūras, taip pat tam reikėtų glaudaus koordinavimo. Kadangi taikant centralizuotą metodą būtų išvengta obligacijų emisijų koordinavimo, jį taikant vis dėlto reikėtų perduoti išsamią ir patikimą informaciją apie valstybių narių finansavimo poreikius, kad emisijas būtų galima planuoti. Kalbant apie centrinę emisijos agentūrą, atrodo, kad įmanomos kelios galimybės,

įskaitant šias: a) Europos Komisija galėtų veikti kaip SVB, todėl taip būtų sudarytos sąlygos greitai įvesti stabilumo obligacijas ir šią priemonę panaudoti dabartinei krizei valdyti; arba b) EFSF (ESM) galėtų būti pertvarkytas į visas funkcijas atliekantį SVB; arba c) galėtų būti įsteigtas naujas ES SVB<sup>28</sup>, tačiau jam pradėti veikti prireiktų tam tikro laiko. Tikslių administracinių stabilumo obligacijų sistemos įvedimo išlaidų negalima apskaičiuoti neturint visos iš anksto reikalingos informacijos. Jų dydis taip pat turėtų poveikį valstybių narių biudžetams.

**Kiltų svarbus techninis klausimas, kaip centralizuotas SVB surinktas lėšas perskolintų valstybėms narėms.** Iš esmės būtų dvi galimybės, kurias taip pat būtų galima derinti: a) perskolinti tiesioginių paskolų forma, kai valstybės narės savo finansavimą gautų sudariusios paskolos susitarimą; ir b) SVB pirminėje rinkoje tiesiogiai įsigytų visas valstybių narių vyriausybės obligacijas arba sutartą jų dalį. Antros galimybės atveju prireikus SVB taip pat galėtų pirkti neapmokėtus valstybės skolos vertybinius popierius antrinėje rinkoje.

**Taip pat reikėtų organizuoti obligacijų išpirkimą.** Paprasčiausias būdas tai padaryti būtų nacionalinėms valdžios institucijoms atlikti pervedimus emisijos agentūrai, kuri organizuotų lėšų gražinimą obligacijų turėtojams. Siekiant užtikrinti rinkos dalyvių pasitikėjimą, kad skolos aptarnavimas visada bus garantuotas ir kad mokėjimai nevėluos, SVB reikėtų suteikti stabilų ir nuspėjamą pajamų srautą. Nors valstybėms narėms reikėtų garantuoti šios įstaigos įsipareigojimus, reikėtų patikrinti, ar to pakaktų, ar galbūt reikėtų papildomo užstato ar pinigų atsargų. Dabartiniai skolų valdymo biurai priklauso nacionalinėms fiskalinėms institucijoms, kurias palaiko vyriausybės kompetencija rinkti mokesčius. Jeigu skolų valdymo biuras būtų viršvalstybinio lygmens, tokio tiesioginio ryšio su mokesčiais pajamomis nebūtų, todėl galėtų sumažėti skolos priemonių, kurias ketinama leisti, pripažinimas rinkoje.

**Net turint stabilumo obligacijas, būtų reikalingas valstybių narių likvidumo valdymas.** Galbūt praktiškai beveik neįmanoma obligacijų emisijos numatyti taip, kad ji idealiai atitiktų valstybių narių mokėjimo srautus. Todėl reikėtų stabilumo obligacijų leidimą papildyti kasdieniu likvidumo valdymu, kuris galėtų būti paliktas nacionalinėms institucijoms. Viena galimybė būtų ta, kad stabilumo obligacijų emisija būtų sutelkta į vidutinės trukmės finansavimo poreikius ir kad nacionalinės institucijos valdytų savo mokėjimų struktūrą naudodamosi trumpalaikiais indėliais ir paskolomis arba išdo vekseliais. Nepaisant organizacinės struktūros, reikėtų sukurti procedūras, skirtas atskirų valstybių narių finansavimo planams koordinuoti, siekiant plėtoti lyginamąsias emisijas ir suformuoti baigtinę lyginamojo pajamingumo kreivę.

#### 4.1.2. *Ryšys su ESM*

**Bendros euro zonos valstybių narių stabilumo obligacijų emisijos agentūros įsteigimas gali būti pagrindas išaiškinti užduočių pasidalijimą su Europos stabilumo mechanizmu (ESM).** Iš esmės gali būti pasirinkti du požiūriai: ESM galėtų būti laikomas iš esmės nereikalingu, nes bendrai emisijai, taikomai kartu su sugriežtintomis fiskalinės priežiūros taisyklėmis, galėtų būti priskirtas vaidmuo organizuoti įprastą finansavimą valstybių narių vyriausybėms, taip pat išskirtinį papildomą finansavimą valstybei narei patiriant didelių sunkumų. Vis dėlto skolų valdymo ir skubaus finansavimo funkcijų maišymas galėtų būti nepakankamai optimalus, todėl galėtų būti supainiotos funkcijos, galėtų susilpnėti paskatos bei valdymas ir jis galėtų tapti pernelyg sudėtinga vienintele finansavimo institucija. Dėl šios

<sup>28</sup> Pereinamuoju laikotarpiu tai galėtų būti Komisijos agentūra su Komisijos darbuotojais bei laikiniais nacionalinio SVB darbuotojais, o vėliau prireikus agentūra galėtų būti pertvarkyta į SVB.

priežasties ESM išskirtinių finansavimo poreikių organizavimo ir tenkinimo tikslu galėtų likti atskiru skolos vertybinių popierių emitentu.

**Bendravimo su ESM pasirinkimas taip pat priklausytų nuo pasirinktos atitinkamos stabilumo obligacijų galimybės.** Taikant 1-ąją stabilumo obligacijų metodą ESM galėtų būti laikomas visiškai nereikalingu. Pagal šį metodą, kuriuo numatoma beveik visiškai patenkinti valstybių narių finansavimo poreikius, galėtų būti užtikrinami ir išskirtiniai papildomi finansavimo poreikiai. Situacija atrodo daug neaiškesnė nei taikant 2-ąją ir 3-iąją metodus, pagal kuriuos valstybės narės toliau leistų nacionalines obligacijas lygiagrečiai su bendra stabilumo obligacijų emisija. Būtų galima net apsvarstyti galimybę pasinaudoti ESM sistema žengiant pirmuosius žingsnius siekiant įvesti stabilumo obligacijas. Kadangi ESM bus grindžiamas individualiosiomis valstybių narių garantijomis, laipsniškam stabilumo obligacijų sistemos įvedimui, pagrįstam individualiosiomis (bet ne bendrosiomis) garantijomis, t. y. pagrįstam 3-uoju metodu, galėtų būti taikomas ESM finansavimas ir emisija, kuriais būtų neapsiribojama dabartine išskirtinės finansinės pagalbos teikimo funkcija. Iš esmės bendrąsias ir individualiąsias garantijas būtų galima taikyti ESM vėlesniame etape.

#### *4.1.3. Emisiją reglamentuojanti teisinė tvarka*

**Taip pat turi būti atsižvelgta į atitinkamą teisinę tvarką, pagal kurią būtų leidžiamos stabilumo obligacijos.** Šiuo metu vyriausybės obligacijos leidžiamos pagal atitinkamų šalių teisę. Tarptautinėms obligacijų emisijoms taikoma Anglijos teisė arba, jeigu orientuojamasi į JAV rinką, dažnai taikoma Niujorko teisė. Analogiškos ES teisės, pagal kurią galėtų būti leidžiamos stabilumo obligacijos, nėra. Nors yra įprasta pasikliauti užsienio teise, taikoma tarptautinėms obligacijų emisijoms, gali kilti problemų, jeigu visai valdžios sektoriaus skolai būtų taikoma JK arba JAV teisė, nes anglosaksų teismų praktikos požiūris skiriasi nuo daugelio valstybių narių teisinės sistemos. Todėl tikriausiai taip pat reikėtų susitarti dėl atitinkamo teismo.

#### *4.1.4. Dokumentai ir rinkos susitarimai*

**Reikėtų priimti sprendimą dėl finansavimo galimybių, saugumo charakteristikų ir rinkos susitarimų.** Pripažintam emitentui priimtinausia emisijos galimybė būtų aukcionai. Jungimosi į konsorciumus pranašumas yra tas, kad finansų sektorius įtraukiamas į priemonių prekybą ir kad vertybinių popierių įkainojimas yra labiau nuspėjamas. Be to, dalyvaujant konsorciame galima išleisti didesnę jų kiekį, nes jie taip pat pasiekia mažmeninius investuotojus. Be to, reikėtų nustatyti įvairias saugumo charakteristikas ir rinkos susitarimus. Svarbiausi iš jų aptariami 4 priede.

#### *4.1.5. Apskaitos klausimai*

**Papildomas klausimas, kurį reikia daugiau paaiškinti, yra stabilumo obligacijų traktavimas pagal nacionalines apskaitos taisykles.** Visų pirma reikia išnagrinėti klausimą, kaip stabilumo obligacijos paveiktų nacionalinį skolos ir BVP santykį pagal įvairias garantijų struktūras. Svarbus svarstytinas klausimas bus bet kokio naujo emitento pobūdis.

## **5. IŠVADOS IR TOLESNI VEIKSMAI**

**Euro zonos valstybių narių bendrai stabilumo obligacijų emisijai būdingi reikšmingi galimi privalumai.** Jiems priskiriamas vidaus rinkos stiprinimas ir kapitalo rinkų veiksmingumo didinimas, finansų sektoriaus ir valdžios sektoriaus finansavimo stabilumo ir

atsparumo sukrėtimams didinimas, euro zonos finansų rinkų ir euro patrauklumo didinimas pasaulio mastu ir per didelio rinkos pesimizmo poveikio valstybių skolinimosi sąnaudoms mažinimas.

**Tačiau stabilumo obligacijų sistemos įvedimas taip pat susijęs su gana didelėmis problemomis.** Jos turi būti įtikinamai išspręstos, jei ketinama visiškai įgyvendinti obligacijų privalumus ir išvengti galimo neigiamo jų poveikio. Visų pirma nacionaliniu lygmeniu reikėtų pakankamai patikimos biudžetinės drausmės bei ekonomikos konkurencingumo sistemos ir labiau intervencinės ES vykdomos nacionalinės biudžeto politikos kontrolės, visų pirma pasirinkus galimybes, susijusias su bendrosiomis ir individualiosiomis garantijomis, kad būtų galima apriboti moralinę riziką tarp euro zonos valstybių narių, palaikyti stabilumo obligacijų kredito kokybę ir užtikrinti teisinį tikrumą.

**Daugelį bendros stabilumo obligacijų emisijos galimybių galima suskirstyti į tris bendrus metodus.** Šie metodai reiškia, kad nacionalinė emisija visiškai pakeičiama stabilumo obligacijų emisija teikiant bendrąsias ir individualiąsias garantijas, nacionalinė emisija iš dalies pakeičiama stabilumo obligacijų emisija teikiant panašias garantijas ir nacionalinė emisija iš dalies pakeičiama stabilumo obligacijų emisija teikiant individualias garantijas. Šios galimybės yra skirtingi numatomos naudos ir prielaidų, kurias reikia įvykdyti, kompromisai.

**Visų pirma dėl skirtingų ES sutarties (SESV) pakeitimų dydžio įvairias galimybes būtų galima įgyvendinti per skirtingą laiką.** Atrodo, kad taikant plačiausio užmojo 1-ąjį metodą reikėtų didžiausių Sutarties pakeitimų ir administracinio pasirengimo tiek dėl pačių bendrų obligacijų sistemos įvedimo, tiek dėl lygiagretaus ekonomikos valdymo stiprinimo. 2-ajam metodui reikėtų daug pasirengimo laiko. Kita vertus, 3-iasis metodas būtų įgyvendinamas be didelių Sutarties pakeitimų, todėl jo įgyvendinimas užtruktų trumpiau.

**Šiame dokumente pateikti pasiūlymai ir išvados vis dar yra tiriamojo pobūdžio, o svarstytinų klausimų sąrašas nebūtinai yra baigtinis.** Be to, daug galimų privalumų ir sunkumų pateikiama tik kokybiniu požiūriu. Išsamiai kiekybiškai įvertinti šiuos įvairius aspektus būtų tikrai sunku ir (arba) tam reikėtų išsamesnės analizės ir įvairių šalių pastangų. Be to, daugeliu atvejų spęstinios problemos ar priimtini sprendimai tik nurodomi, bet galutinių atsakymų nepateikiama.

**Siekiant pažangos šiuo klausimu, būtinas analitiškesnis darbas ir konsultacijos.** Keletas pagrindinių sampratų, galimų tikslų ir privalumų, reikalavimų ir įgyvendinimo uždavinių verti išsamesnio svarstymo ir analizės. Būtina surinkti pagrindinių suinteresuotųjų subjektų nuomones šiuo klausimu. Visų pirma reikėtų pakankamai pasikonsultuoti su valstybėmis narėmis, finansų rinkos veiklos vykdytojais, finansų rinkos sektoriaus asociacijomis, mokslininkais ES ir už jos ribų ir plačiąja visuomene. Į šių konsultacijų rezultatus turėtų būti atsižvelgta atliekant tolesnius galimo stabilumo obligacijų sistemos įvedimo veiksmus.

**Todėl Komisija nusprendė dėl šios žaliosios knygos pradėti plačias konsultacijas<sup>29</sup>, kurios bus baigtos [2012 m. sausio 8 d.]<sup>30</sup>.** Kaip minėta pirmiau, Komisija prašys visų svarbių suinteresuotųjų subjektų pareikšti nuomonę ir prašys kitų institucijų konsultacijų.

<sup>29</sup> Pastabas galima teikti visomis įprastomis priemonėmis, įskaitant specialią e. pašto dėžutę: [ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu](mailto:ECFIN-Green-Paper-Stability-Bonds@ec.europa.eu); (tinklapis [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/consultation/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/index_en.htm)).

<sup>30</sup> Kad tolesnių veiksmų būtų imamas laiku, nukrypimas nuo įprasto aštuonių savaitių konsultacijų laikotarpio yra pateisinamas tuo, kad stabilumo obligacijų (euroobligacijų) idėja jau buvo plačiai svarstoma gana ilgai.

Remdamasi šiomis pastabomis Komisija tinkamu būdu pareikš savo nuomonę dėl tinkamų tolesnių veiksmų iki [2012 m. vasario mėn. vidurio].

## 1 priedas. Pagrindiniai vyriausbių obligacijų rinkų duomenys

Valstybė narė	Valdžios sektoriaus skola			Centrinės valdžios skola	Vyriausyb ės obligacijų pajamingu mas	Kredito įsipareigojimų neįvykdymo apsikeitimo sandorių palūkanų normų skirtumai	Kredito reitingas
	Mlrd. EUR, 2010 m. pabaiga	% BVP, 2010 m. pabaiga	% euro zonos, 2010 m. pabaiga				
Belgija	340,7	96,2	4,4	87,7	4,3	292,9	AA+
Vokietija	2061,8	83,2	26,4	53,2	1,8	89,3	AAA
Estija	1,0	6,7	0,0	3,3	—	—	AA-
Graikija	329,4	144,9	4,2	155,6	27,8	—	CC
Ispanija	641,8	61	8,2	52,3	5,6	400,1	AA-
Prancūzija	1591,2	82,3	20,3	67,8	3,1	183,8	AAA
Airija	148,0	94,9	1,9	94,3	8,0	729,7	BBB+
Italija	1842,8	118,4	23,6	111,7	6,8	520,7	A
Kipras	10,7	61,5	0,1	102,6	10,1	—	BBB-
Liuksembur gas	7,7	19,1	0,1	17,4	—	—	AAA
Malta	4,3	69	0,1	68,9	—	—	A
Nyderlandai	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
Portugalija	161,3	93,3	2,1	91,2	11,6	1050,9	BBB-
Slovėnija	13,7	38,8	0,2	37,3	6,0	304,25	AA-
Slovakija	27,0	41	0,3	40,1	4,0	221,2	A+
Suomija	87,0	48,3	1,1	43,9	2,3	60,63	AAA
Euro zona	7822,4	85,4	100	71,6	—	—	—
<i>Plg. JAV</i>	<i>10258</i>	<i>94,4</i>			<i>2,08</i>	<i>47,5</i>	<i>AA+</i>

Šaltinis: Eurostatas, TVF, „S&P“, „Bloomberg“.

## **2 priedas. Glausta literatūros apie stabilumo obligacijas apžvalga**

Mokslininkai, finansų analitikai ir politikai paskelbė daug dokumentų apie euroobligacijų (stabilumo obligacijų) idėją. Šiame priede apibendrinami šie iki šiol paskelbti straipsniai, sugrupuoti pagal pagrindines pasiūlymų ypatybes.

- *Kredito kokybė ir garantijų struktūra.* Dauguma pabrėžia, kokia svarbi „saugaus prieglobsčio“ padėtis, kurią turėtų turėti euroobligacijos ir atspindėtų reitingas. Aukščiausia kredito kokybė daugiausia būtų užtikrinama garantijų struktūra ir (arba) pirmaeiliškumu. Literatūroje aptariamos dviejų pagrindinių tipų euroobligacijų garantijos: i) bendrosios ir individualiosios (E. Jones, J. Delpla ir J. von Weizsäcker, „Barclays Capital“, C. Favero ir A. Missale, „J. P. Morgan“), kai kiekviena šalis kiekvienais metais garantuoja visą euroobligacijų emisiją, ir ii) proporcinės (J.-C. Juncker ir G. Tremonti, P. De Grauwe ir W. Moesen, BBVA), kai šalis garantuoja tik fiksuotą emisijos dalį. C. Favero ir A. Missale pabrėžia, kad euroobligacijomis, užtikrintomis bendrosiomis ir individualiosiomis garantijomis, būtų galima sumažinti krizės perdavimo ir užkrato riziką. Kita vertus, autoriai, palaikantys proporcinės garantijas, įrodinėja, kad jomis mažinama moralinė rizika. Capaldi derina proporcinės garantijas su kredito vertės didinimu (pinigų atsarga, papildoma garantija, kapitalas ir kt.), kad būtų užtikrintas kuo aukštesnis kredito reitingas. J. Delpla ir J. von Weizsäcker, „Barclays Capital“, A. Dübel siūlo euroobligacijų kredito kokybę užtikrinti padarant jas didesnio prioriteto, palyginti su nacionalinėmis obligacijomis, ir įrodinėja, kad net ypatingu valstybės išsipareigojimų neįvykdymo atveju išieškojimo suma būtų pakankamai didelė, kad būtų galima aptarnauti pirmaeiles obligacijas. A. Dübel pateikia šiek tiek kitokią požiūrį į ESM iš dalies draudžiamas valstybės (pirmaeiles) obligacijas.
- *Moralinė rizika.* Moralinė rizika dėl mažesnių paskatų laikytis fiskalinės drausmės yra pagrindinis argumentas, prieštaraujant stabilumo obligacijoms, ir visuose pasiūlymuose plačiausiai svarstomas klausimas (ypač O. Issingo). Kai kurie autoriai siūlo riboti euroobligacijų, išleistų valstybių narių vardu, sumą, dažnai laikantis 60 proc. viršutinės skolos ribos, kaip nustatyta SAP. Bet kokie papildomi skolinimosi poreikiai turėtų būti finansuojami nacionalinėmis obligacijomis. Ši idėja tiriama J. Delpla ir J. von Weizsäckerio mėlynųjų obligacijų koncepcijoje, pagal kurią siūloma emisiją padalyti į mėlynąsias obligacijas, t. y. itin likvidžias ir saugias (dalyvaujančių šalių bendrai ir individualiai garantuojamas) pirmaeiles obligacijas, ir raudonąsias obligacijas – vien nacionalines obligacijas, turinčias mažesnę prioritetą. Įkainojus raudonąsias obligacijas būtų sukurtos paskatos vyriausybėms kontroliuoti biudžetą. Panašiai E. Jones ir „Barclays Capital“ siūlo ribas tiek skolai, tiek deficitui, kuriomis būtų sudarytos sąlygos laipsniškai mažinti skolos ir BVP santykį. Be euroobligacijų emisijos ribojimo, C. Favero ir A. Missale siūlo spręsti moralinės rizikos problemą taikant kompensavimo schemą, grindžiamą kiekvienos valstybės narės mokamų palūkanų indeksacija (kaip jos kredito rizikos priedo arba fiskalinių parametru funkcija). W. Boonstra, P. De Grauwe ir W. Moesen, BBVA ir „Natixis“ siūlo įvairių tipų premijų (baudų) sistemas, priklausančias, pvz., nuo įvairių valstybių narių pajėgumo sumažinti savo valdžios sektoriaus deficitą ir skolą.
- Visi autoriai sutinka, kad fiskalinės drausmės didinimas turėtų būti bet kokio euroobligacijų projekto kertinis akmuo, kad ir kokia būtų jo taikymo sritis arba garantijų struktūra. Be raudonosios (nacionalinės) emisijos, C. Favero ir A. Missale siūlo riboti dalyvavimą valstybėms narėms, kurių kredito reitingas yra aukščiausias, arba leisti tik

trumpo išpirkimo termino mažos rizikos priemone, pvz., išdo vekselius. „Barclays“, BBVA, J. Delpla ir J. von Weizsäcker, S. Eijffinger, W. H. Becker ir O. Issing išsivaizduoja, kad reikia įsteigti nepriklausomas fiskalinio audito įstaigas ir specialias euro zonos įstaigas, kurios koordinuotų fiskalinę ir ekonominę politiką. Pagal sudėtingą J. Delpla ir J. von Weizsäckerio sistemą metines kvotas siūlytų nepriklausoma stabilumo taryba. Šias kvotas vėliau tvirtintų dalyvaujančių valstybių narių nacionaliniai parlamentai, turintys aukščiausius biudžetinius įgaliojimus, kurių reikia norint išleisti (mėlynųjų) euroobligacijų tarpusavio garantijas. Taigi jokia šalis, balsuodama prieš siūlomas kvotas, nenuspręstų nei leisti kokias nors (mėlynąsias) euroobligacijas ateinančiais metais, nei garantuoti kokias nors tos pačios datos mėlynąsias obligacijas. W. Boonstra siūlo, kad šalys, kurios pažeidžia taisykles, būtų nedelsiant griežtai nubaustos, pvz., jos prarastų lėšas iš ES biudžeto arba prarastų politinę balsavimo teisės ECB įstaigose įtaką.

- *Praktiniai emisijos aspektai.* Dauguma autorių siūlo įsteigti bendrą skolų agentūrą, kuri koordinuotų emisiją ir valdytų skolą. Pagal mėlynųjų ir raudonųjų obligacijų tipo pasiūlymus skolos vertybinių popierių nacionalinės dalies emisija liktų nacionalinių išdų kompetencija.
- *Dalyvaujančių šalių aprėptis.* W. H. Becker išvardija galimybes dalyvauti euroobligacijų emisijoje. Jos galėtų būti tokios: i) bendros obligacijos, leidžiamos šalių, įvertintų tokiu pat reitingu; ii) bendros obligacijos, leidžiamos *ad hoc* pagrindu, panašios į bendras obligacijas, kurias leidžia kai kurios Vokietijos federacinės žemės; iii) dalyvavimas bendrų vyriausybės obligacijų emisijoje tik tada, kai EPS šalys įgyja tokią teisę dėl solidžios fiskalinės konsolidacijos ekonomikos klestėjimo laikotarpiu; iv) Vokietija ir Prancūzija propaguoja vieną likvidžią trumpalaikę priemonę arba bendrą Europos rinką tik išdo vekseliams.

### **3 priedas. Susijusių esamų priemonių apžvalga**

#### **1. Europos Sąjunga**

Europos Komisija Europos Sąjungos vardu šiuo metu vykdo tris programas, pagal kurias ji gali suteikti paskolas išleisdama skolos finansines priemones kapitalo rinkose, paprastai kompensaciniu pagrindu. Visomis priemonėmis suteikiamos paskolos valstybėms arba valstybiniais subjektams. Pagal Sutartį dėl ES veikimo ES yra įgaliota tvirtinti skolinimosi ir garantijų programas, kuriomis pritraukiami finansiniai ištekliai jos įgaliojimams vykdyti.

- Pagal *mokėjimų balanso programą* ES teikia finansinę pagalbą euro zonai nepriklausančioms valstybėms narėms, kurioms iškyla didelė mokėjimų balanso (MB) sunkumų grėsmė (SESV 143 straipsnis).
- Pagal *Europos finansinės padėties stabilizavimo priemonės programą (EFPSP)* Europos Komisija yra įgaliota ES vardu sudaryti sutartis dėl skolinimosi siekiant finansuoti paskolas, suteiktas pagal Europos finansinės padėties stabilizavimo priemonę (2010 m. gegužės 11 d. Tarybos reglamentas Nr. 407/2010). Nuo 2010 m. buvo susitarta dėl paramos programų Airijai ir Portugalijai atitinkamai už 22,5 mlrd. EUR ir 26 mlrd. EUR.
- Pagal *MFP programą* paskolos teikiamos ne Europos Sąjungos šalims. Makrofinansinė pagalba (MFP) yra nesusietos ir netikslinės mokėjimų balanso paramos trečiosioms šalims partnerėms politikos finansinė priemonė (SESV 212 ir 213 straipsniai). Paprastai ši parama teikiama vidutinės trukmės arba ilgalaikių paskolų arba dotacijų, arba jų derinio pavidalu ir iš esmės papildo pagal Tarptautinio valiutos fondo reformų programą suteiktą finansavimą<sup>31</sup>.

#### *Kredito reitingas*

ES AAA reitingas yra keleto veiksnių atspindys. Skolinimasis yra tiesioginiai ir besąlygiški ES įsipareigojimai ir jį garantuoja visos ES valstybės narės. Biudžeto ištekliai gaunami beveik vien iš įplaukų, kurias valstybės narės moka nepriklausomai nuo nacionalinių parlamentų, įskaitant importo į ES tarifus ir muitus bei mokesčius, taikomus kiekvienos valstybės narės PVM pajamoms ir bendrosioms nacionalinėms pajamoms. Šiuo pagrindu ES išleistos obligacijos yra vertinamos kaip turinčios nulinę riziką, todėl gali būti naudojamos kaip užstatas ECB.

Visais skolinimosi atvejais investuotojai galiausiai patiria ES, o ne finansuojamų paskolų gavėjų kredito rizikos poveikį. Jeigu šalis gavėja neįvykdys įsipareigojimų, bus mokama iš ES biudžeto (2011 m. – 127 mlrd. EUR). Pagal ES sutartį ES valstybės narės yra teisiškai įpareigosotos teikti lėšas visiems ES įsipareigojimams vykdyti.

#### *Pagrindinės ES emisijos ypatybės*

ES iki šiol leido lyginamojo dydžio obligacijas pagal eurus išreikštų vidutinės trukmės skolos vertybinių popierių programą (angl. EMTN), kuri, siekiant atsižvelgti į emisiją pagal Europos finansinės padėties stabilizavimo priemonę, buvo padidinta iki 80 mlrd. EUR. Lyginamosios emisijos dėl krizės vėl pradėtos 2008 m. pabaigoje.

<sup>31</sup> Daugiau informacijos pateikta  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/macro-financial\\_assistance/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/macro-financial_assistance/index_en.htm).

Europos finansinės padėties stabilizavimo priemonę panaudojus Airijai ir Portugalijai, ES tapo įprastu lyginamųjų obligacijų emitentu. 2011 m. bendras EFPSF skolinimosi planas prilygsta apytikriai 28 mlrd. EUR (13,9 mlrd. EUR Airijai ir 14,1 mlrd. EUR Portugalijai; pagal MB ir MFP: apytikriai 2 mlrd. EUR). Vyravo finansavimas išskirtinai eurais.

ES pagalba yra vidutinės trukmės, jos išpirkimo terminų spektras paprastai yra 5–10 metų, tačiau gali būti pailgintas 3–15 metų diapazonu arba retkarčiais iki 30 metų.

Kompensaciniu perskolinimu užtikrinama, kad ES biudžete nebūtų prisiimta jokios palūkanų normos arba užsienio valiutos kurso rizikos. Nepaisant kompensacinės metodikos, obligacijų skolos aptarnavimas yra Europos Sąjungos įsipareigojimas, kuriuo bus užtikrinta, kad visi obligacijų mokėjimai būtų atlikti laiku.

Kaip įprastas lyginamųjų obligacijų emitentas, ES ketina pagal pirmiau nurodytus parametrus suformuoti likvidaus pajamingumo kreivę. ES įpareigoja pagrindinius valdytojus užtikrinti aktyvią antrinę rinką, visą laiką nustatant dvejopą kursą, taip pat kontroliuoja, kad tokie įsipareigojimai būtų vykdomi.

#### *ES finansavimo nustatymas*

ES paskolos finansuojamos tik lėšomis, gautomis kapitalo rinkose, o ne kitų valstybių narių lėšomis arba iš biudžeto.

Taip gautas kapitalas šaliai gavėjai iš esmės skolinamas kompensaciniu principu, t. y. nustatoma ta pati atkarpa, terminas ir suma. Šiuo kompensaciniu principu ES emisijai nustatomi apribojimai, t. y. leidžiamų finansinių priemonių charakteristikos nustatomos skolinimo sandoriu, taip parodant, kad negalima finansuoti kitokiu nei paskolos terminu arba suma.

Tarybos sprendimu nustatoma bendra šalies programos suma, įmokos ir maksimalus vidutinis paskolos paketo išpirkimo terminas. Vėliau Komisija ir šalis gavėja turi susitarti dėl paskolos (finansavimo) parametru, įmokų ir jos dalių. Be to, visos paskolos įmokos, išskyrus pirmąją, priklauso nuo įvairių politikos sąlygų, panašių į TVF paketų sąlygas, kurios yra dar vienas veiksnys, turintis poveikį finansavimo laikui. Tai reiškia, kad emisijos laiko parinkimas ir išpirkimo terminai priklauso nuo susijusios ES skolinimo veiklos.

#### *EFPSF procesas*

- (1) Valstybė narė, kuriai dėl išimtinių, jos nekontroliuojamų aplinkybių gresia dideli ekonominiai arba finansiniai sunkumai, gali prašyti paramos iš ES pagal Europos finansinės padėties stabilizavimo priemonę.
- (2) ES Taryba, remdamasi Europos Komisijos rekomendacija, sprendimą priima kvalifikuota balsų dauguma.
- (3) Valstybė narė dėl ekonominio koregavimo programos derasi su Europos Komisija, jai bendradarbiaujant su TVF ir ECB.
- (4) Valstybė narė gavėja derasi su Europos Komisija dėl išsamių susitarimo memorandumo (SM) nuostatų ir paskolos susitarimo ir sprendžia dėl įgyvendinimo.
- (5) Valstybei narei gavėjai pasirašius SM ir paskolos susitarimą ir pateikus prašymą dėl lėšų išmokėjimo, kapitalas gaunamas tarptautinėse kapitalo rinkose ir išmokama

pirma paskolos dalis. Kitos paskolos dalys išmokamos, kai Taryba įvertina valstybės narės programos sąlygų laikymąsi.

## **2. Europos finansinio stabilumo fondas (EFSF)**

2010 m. gegužės 9 d. ECOFIN tarybai priėmus sprendimą, euro zonos valstybės narės sukūrė Europos finansinio stabilumo fondą (EFSF 1.0). EFSF 1.0 įsteigtas kaip Liuksemburge registruota įmonė. Pagrindinis EFSF tikslas – teikti finansinę pagalbą euro zonos valstybėms narėms. Kaip viso 750 mlrd. EUR pagalbos paketo dalį, EFSF gavo euro zonos valstybių narių garantijas, kurių vertė – iš viso 440 mlrd. EUR, perskolinimui finansinių sunkumų turinčioms euro zonos valstybėms narėms, taikant ES (TVF) ekonomikos koregavimo programos sąlygas.

### *Skolinimo pajėgumai*

Pagal EFSF 1.0 faktiniai EFSF skolinimo pajėgumai neviršija 255 mlrd. EUR siekiant išsaugoti EFSF obligacijų AAA reitingą (žr. toliau).

### *Kredito reitingas*

Kredito reitingų agentūros EFSF 1.0 įvertino AAA reitingu. Tačiau pagal pirminį susitarimą (EFSF 1.0) tai buvo pasiekta mažesnių skolinimo pajėgumų kaina, nes kiekviena EFSF paskola turi būti padengta: i) AAA reitingo valstybių garantijomis; ii) pinigų suma, lygia atitinkamai EFSF pinigų atsargos daliai; ir iii) konkrečios paskolos pinigų atsarga. AAA reitingas iš esmės yra pagrįstas šiais keturiais elementais:

- (1) *Garantijų mechanizmu.* Euro zonos valstybių narių garantijų susitarime reikalaujama, kad jos suteiktų neatšaukiamą ir besąlygišką garantiją suplanuotiems EFSF išleistų finansavimo priemonių palūkanų normų ir pagrindinės sumos mokėjimams. Be to, šia garantija padengiama bet kokių EFSF įsipareigojimų (pagrindinės sumos ir palūkanų), kurie vis dėlto yra ribojami atitinkamais garantijų įsipareigojimais, kaip nustatyta EFSF pagrindų susitarimo 1 priede, 120 proc. kiekvienos euro zonos valstybės narės dalies. Bet koks trūkumas dėl šios ribos būtų padengtas pinigų rezervais ir pinigų atsarga.
- (2) *Pinigų rezervu.* Iš lėšų, paskirstomų skolintojui, atimamas išankstinis aptarnavimo mokestis, kuris skaičiuojamas kaip 50 bazinių punktų nuo sukauptos pagrindinės kiekvienos paskolos sumos, ir dabartinė grynoji palūkanų norma, kuri didėtų kiekvienai paskolai sutartiniu greičiu iki jos numatyto grąžinimo termino.
- (3) *Konkrečios paskolos pinigų atsarga.* Kiekvieną kartą, kai paskola teikiama valstybei nariai, EFSF privalo nustatyti konkrečios paskolos pinigų atsargą, kuri būtų tokio dydžio, kad kiekviena EFSF paskola būtų visiškai padengta AAA reitingo garantijomis ir pinigų suma, lygia atitinkamai EFSF pinigų rezervo daliai, bei šia atitinkama konkrečios paskolos pinigų atsarga.
- (4) *Galima papildoma parama.* Pagal EFSF pagrindų susitarimą EFSF programos dydis galėtų būti keičiamas vienbalsiu garantų pritarimu. Tačiau EFSF pajėgumų negalima didinti neapibrėžtai, nes dėl to gali pablogėti AAA reitingu vertinamų garantuojančių valstybių kreditingumas. Jeigu bet kuri iš jų prarastų AAA reitingą, EFSF pajėgumai sumažėtų tos šalies suteiktos garantijos suma.

EFSF išleistos obligacijos vertinamos kaip turinčios nulinę riziką ir yra tinkamos ECB atpirkimo sandoriams. EFSF kredito reitingą galėtų neigiamai paveikti galimas euro zonos valstybių narių, ypač AAA reitingu įvertintų garantų, kreditingumo sumažėjimas. Kadangi EFSF yra garantuojamas individualiai, dėl vieno garantuojančios AAA reitingu vertinamos valstybės reitingo sumažėjimo sumažėtų EFSF AAA reitingas, jeigu nebūtų imamasi papildomai gerinti kredito kokybės.

#### *Sąlyginumas*

Bet kokia EFSF pagalba susieta su ekonominio koregavimo programos vykdymu, įskaitant griežtas politikos sąlygas, kaip nustatyta susitarimo memorandume (SM). Komisija su šalimi gavėja dėl SM derasi, palaikydama ryšius su ECB ir TVF.

#### *Sprendimų priėmimas*

Sprendimai skirti lėšas iš EFSF priimami vienbalsiai.

### **3. Europos finansinio stabilumo fondas (EFSF 2.0)**

EFSF pagrindų susitarimas pakeistas siekiant suteikti galimybę panaudoti visus 440 mlrd. EUR skolinimo pajėgumus.

#### *Skolinimo pajėgumai*

Pagal EFSF 2.0 faktiniai EFSF skolinimo pajėgumai neviršija 440 mlrd. EUR siekiant išsaugoti EFSF obligacijų AAA reitingą (žr. toliau).

#### *Kredito reitingas*

Kredito reitingų agentūros EFSF 2.0 suteikė AAA reitingą. Kad faktiniai EFSF skolinimo pajėgumai būtų padidinti iki didžiausios 440 mlrd. EUR sumos, buvo peržiūrėtas EFSF pagrindų susitarimas siekiant padidinti AAA reitingo valstybių garantijas iki 440 mlrd. EUR. Tuomet iš esmės AAA reitingas yra pagrįstas tik vienu elementu – garantijų mechanizmu.

Euro zonos valstybių narių garantijų susitarime reikalaujama, kad jos suteiktų neatšaukiamą ir besąlygišką garantiją suplanuotiems EFSF išleistų finansavimo priemonių palūkanų normų ir pagrindinės sumos mokėjimams. Be to, šia garantija padengiama bet kokių EFSF įsipareigojimų (pagrindinės sumos ir palūkanų), kurie vis dėlto yra ribojami atitinkamais garantijų įsipareigojimais, kaip nustatyta EFSF pagrindų susitarimo 1 priede, 165 proc. kiekvienos euro zonos valstybės narės dalies. EFSF išleistos obligacijos vertinamos kaip turinčios nulinę riziką ir yra tinkamos ECB atpirkimo sandoriams.

EFSF kredito reitingą galėtų neigiamai paveikti galimas bet kurios euro zonos valstybės narės, ypač bet kokio AAA reitingu įvertinto garanto, kreditingumo sumažėjimas. Kadangi EFSF yra garantuojamas individualiai, dėl vieno garantuojančios AAA reitingu vertinamos valstybės reitingo sumažėjimo sumažėtų EFSF AAA reitingas, jeigu nebūtų imamasi papildomai gerinti kredito kokybės.

#### *Sąlyginumas*

Bet kokia EFSF pagalba susieta su griežtomis politikos sąlygomis, kaip nustatyta susitarimo memorandume (SM). Komisija su šalimi gavėja dėl SM derasi, palaikydama ryšius su ECB ir TVF. Be paskolų pagal makroekonominio koregavimo programą, EFSF taip pat gali suteikti

kredito linijas, vykdyti operacijas pirminėse ir antrinėse obligacijų rinkose ir teikti paskolas ne pagal programą finansų įstaigų kapitalui atkurti.

#### *Sprendimų priėmimas*

Sprendimai skirti lėšas iš EFSF priimami vienbalsiai.

#### **4. Europos stabilumo mechanizmas (ESM)**

2011 m. kovo 24–25 d. ES valstybių ir vyriausybių vadovai pritarė ESM, kaip nuolatinio krizių valdymo mechanizmo euro ir Europos finansiniam stabilumui apsaugoti, sukūrimui. ESM bus pasaulyje didžiausia tarptautinė finansų institucija, kurios kapitalas bus 700 mlrd. EUR, iš jų 80 mlrd. EUR bus įmokėta. ESM įsigaliojimas iš pradžių buvo planuotas 2013 m. liepos mėn., tačiau tikimasi jį paankstinti iki 2012 m. vidurio.

#### **5. Vokietijos žemių (*Länder*) bendros obligacijos**

Specialus Vokietijos žemių obligacijų rinkos segmentas vadinamas „Jumbos“ (stambios emisijos). Tai yra Vokietijos žemių grupės leidžiamos obligacijos. Iki šiol penkių septynių žemių konsorciūmai išleido 38 stambias emisijas, išskyrus ypač didelę dešimties žemių 1997 m. išleistą stambią emisiją. Iki šiol visos stambios emisijos buvo organizuojamos kaip įprastos obligacijos ir vidutinis jų dydis buvo šiek tiek didesnis nei 1 mlrd. EUR, t. y. septynis kartus didesnis už vidutinės žemės emisijos dydį. Stambių emisijų programos dalyvės daugiausia yra žemės, kurios yra mažos geografiškai ir pagal gyventojų skaičių. Stambios emisijos yra likvidesnės nei tipinės žemių obligacijų emisijos, todėl sutaupoma didesnė žemės išdo likvidumo rizikos priedo dalis, palyginti su gana maža vienintelio emitento obligacijų emisija. Investuotojų nuomone, stambios emisijos yra struktūruotos obligacijos, kurias sudaro atskiri reikalavimai dalyvaujančioms žemėms pagal jų bendros emisijos dalį. Taigi šios žemės yra atsakingos už emisiją individualiai, o ne bendrai.

#### *Obligacijų charakteristikos*

- Emisijos dažnumas: paprastai 2–3 kartus per metus.
- Išpirkimo terminai: 5–10 metų.
- Dydis: 1–1,5 mlrd. EUR.
- Viena žemė koordinuoja emisiją ir veikia kaip mokėjimų tarpininkas.

#### *Kredito reitingas*

Šias emisijas „Fitch“ vertina AAA reitingu. Aplinkybės yra tokios, kad „Fitch“ neseniai skyrė AAA reitingus visoms Vokietijos žemėms dėl *Länderfinanzausgleich* (tai yra išlyginimo procesas, kuris yra solidarumo ir netiesioginių garantijų mechanizmas tarp žemių ir galiausiai federacinės valstybės). Tuo taip pat paaiškinamas dažnai pasitaikantis „Fitch“ ir kitų agentūrų nustatytų reitingų skirtumas. Reikia atkreipti dėmesį, kad „Fitch“ nebereitinguoja visų Vokietijos žemių.

Pagal „Fitch“ AAA reitinge atsižvelgiama į individualų visų septynių Vokietijos federalinių žemių, dalyvaujančių bendroje emisijoje, kreditingumą. Kreditingumas pagrįstas tvirtais paramos mechanizmais, kurie taikomi visoms Vokietijos federacijos narėms, ir didesnio likvidumo priemonėmis, kuriomis jos pasinaudoja, todėl užtikrinamas mokėjimas laiku ir išlyginamas Vokietijos Federacinės Respublikos žemių kreditingumas. „Fitch“ pažymi, kad

paramos mechanizmai vienodai taikomi visoms Vokietijos Federacijos narėms: federalinei vyriausybei (*Bund*) ir 16 federalinių žemių. Federalinių žemių ekonominių ir finansinių rodiklių skirtumai neturi reikšmės, nes visoms žemėms vienodai suteikiama teisė į federalinės vyriausybės finansinę paramą finansinių sunkumų atveju. Vokietijos žemių bendros obligacijos laikomos turinčiomis nulinę riziką ir yra tinkamos ECB atpirkimo sandoriams.

#### **4 priedas. Dokumentai ir rinkos susitarimai**

Kaip minėta 4 skirsnyje, dėl stabilumo obligacijų sistemos įvedimo reikėtų nustatyti įvairias saugumo charakteristikas ir rinkos susitarimus. Tai galėtų būti:

- Stabilumo obligacijų emisijos jurisdikcija. EFSF ir ES (EFPPS) obligacijos leidžiamos pagal Anglijos teisę, tačiau šiuo atveju gali kilti politinis pasipriešinimas.
- Vertybinių popierių išpirkimo terminų struktūra. Stabilumo obligacijų finansavimo strategiją reikėtų nustatyti siekiant: i) suformuoti lyginamąsias emisijas ir pajamingumo kreivę ir ii) optimizuoti finansavimo išlaidas, nes emisijos išleidimas kai kuriuose pajamingumo kreivės segmentuose kainuoja brangiau nei kituose. Trumpalaikių vertybinių popierių (išdo vekselių) emisija kartu su ilgesniais išpirkimo terminais būtų padidintas išdo lankstumas ir gerokai padidintos galimybės gauti finansavimą.
- Atkarpu tipai (fiksuotos, kintamos, nulinės, susietos su infliacija). Iš pradžių ir siekiant palengvinti lyginamosios padėties stiprinimą, galbūt priimtinausia būtų dėmesį sutelkti į paprastas saugumo struktūras. Dėl to taip pat būtų lengviau kurti atitinkamas išvestines finansines priemones, ypač pasirinkimo ir ateities sandorius.
- Vertybinių popierių biržos, į kurių sąrašus būtų įtraukti vertybiniai popieriai. EFSF ir ES (EFPPS) obligacijos šiuo metu yra įtrauktos į Liuksemburgo vertybinių popierių biržos sąrašus. Stabilumo obligacijų požiūriu ši birža galėtų pasirodyti per daug ribota, nors jas įtraukiant į kelių vertybinių popierių biržų sąrašus būtų patirta papildomų išlaidų.
- Atsiskaitymo susitarimai. Šie susitarimai turėtų būti nustatyti siekiant palaikyti šių priemonių, t. y. trumpalaikių vertybinių popierių su t+1 (siekiant užtikrinti trumpalaikius išdo tikslus) ir ilgesnio laikotarpio vertybinių popierių su t+3 (siekiant kuo labiau sumažinti atsiskaitymo sutrikimų riziką), patrauklumą.
- Investuotojų bazės sukūrimo ir palaikymo strategija. Tikriausiai reikėtų užmegzti ryšius su galimais investuotojais ir galėtų prireikti sprendimų tokiais klausimais: ar reikės sukurti pirminių maklerių grupę, kaip bus integruojamas mažmeninis sektorius ir kt.
- Kolektyvinių veiksmų sąlygų nustatymas siekiant suteikti galimybę taikyti organizuotą procedūrą, kad būtų galima išspręsti bet kokias būsimas mokumo problemas.

## Literatūros sarakšas

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

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

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

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

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

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

Carstensen, K.(2011), Eurobonds, Ausweg aus der Schuldenkrise?, Ifo Institute, [http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr-PDFs/PK\\_20110817\\_Eurobonds\\_PPT.pdf](http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoContent/N/pr/pr-PDFs/PK_20110817_Eurobonds_PPT.pdf)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Monti, M. (2010) A new strategy for the Single Market, At the service of Europe's Economy and society, Report to the President of the European Commission, [http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti\\_report\\_final\\_10\\_05\\_2010\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf)

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

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

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

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

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