

TARTU ÜLIKOOL  
MAJANDUSTEADUSKOND  
Majandusteaduse õppekava

Dmitri Teras

**Eurovõlakirjad kui Euroopa finantskriisi  
lahendus**

Magistritöö sotsiaalteaduse magistrikraadi taotlemiseks majandusteaduses

Juhendaja: professor Raul Eamets

Tartu 2015

Soovitan suunata kaitsmisele .....

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ “..... 2015.a.

Majandusteooria õppetooli juhataja Raul Eamets .....

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....  
(töö autori allkiri)

SISSEJUHATUS.....	4
1 VÕLAKRIISID JA EUROVÕLAKIRJAD.....	8
1.1 Ülevaade eelnevatest võlakriisidest.....	8
1.2 Euroala võlakriisi teoreetiline taust.....	11
1.3 Eurovõlakirjade teemalised uurimistööd.....	20
1.4 <i>Blue-red bond</i> ettepanek.....	22
1.5 Madalate intressimäärade mõjud.....	23
1.6 Erinevad abiprogrammid.....	27
2 EKPERTIDE HINNANGUD EUROVÕLAKIRJADE PROGRAMMILE.....	31
2.1 Töö metoodika: intervjuud.....	31
2.2 Ekspertide kogemused ja euroala võlakirjaturu praegune olukord.....	33
2.3 Eurovõlakirjade võimalik struktuur.....	43
2.4 Mõju kriisiriikidele.....	57
KOKKUVÕTE.....	63
VIIDATUD ALLIKAD.....	68
LISAD.....	74
Lisa 1: Joonis.....	74
Lisa 2: Küsimustik.....	75
SUMMARY.....	78

## SISSEJUHATUS

Uurimisteema valiti, sest alates 2009. aastast on Euroopa ja maailma finantsturge mõjutanud euroala võlakriis ja sellele pole seni lahendust leitud. Kriisi tipus tekkinud olukorda, milles teatud euroala riigid pidid maksma kõrget intressi ja teised riigid olid sunnitud nende riikide võlgu garanteerima, ei peetud jätkusuutlikuks (Beetsma, et al., 2012). Kriisijärgsete aastate jooksul on kriisi ohjamiseks Euroopa Liidu institutsioonid võtnud kasutusele järjest rohkem meetmeid (Vranceanu, 2013). Keskpanga hoiustamise intressimäärad on alandatud koguni negatiivseks<sup>1</sup>. See intressimäärade pidev alandamine on mõjutanud nii pankadevahelisi rahaturge kui ka lühema tähtajaga võlakirjaturge (Nielsen, 2014). Praegune euroala riikide vaheline riskide jagamise ulatus on võrreldav piiratud mahus ühiste võlakirjade emiteerimisega. Samas aitab abiprogramme ja ebastandardset rahapoliitikat teostada madal inflatsioon ja olukorra muutudes peavad keskpank ja valitsused oma suunda muutma, mis võib kaasa tuua uue kriisi. Euroopa võlakriisi seni välja pakutust lahendustest on kirjanduses kajastatud ühiste võlakirjade teema (Claessens, et al., 2012). Lühidalt võiks see vähendada teatud liikmesriikide intressikulusid, tänu suuremale likviidsusele ja riskide jagamisele. Samas võib tekkida moraalarisk, mis tähendab et majanduslikult nõrgemad riigid suurendavad madalamate intressikulude tõttu oma laene. See ei lahenda omakorda kriisi aluseks olevaid põhjuseid nagu näiteks majanduse struktuuri probleeme ja ülelaenamist. Kas praeguse kriisi süvenemisel või uue kriisi puhkemisel oleks võimalik ühe osana lahendusest võtta kasutusele eurovõlakirjad? Miks pole seda seni tehtud? Kas mõni eurovõlakirjade skeem on parem kui teine? Vastus nendele küsimustele on piisavalt olulised, et käesolevat teemat edasi uurida.

---

<sup>1</sup> Euroopa Keskpanga pressiteade:  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605\\_3.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_3.en.html)

Töö eesmärk on uurida ekspertarvamuste abil euroala võlakirjaturu praegust olukorda, leida, kas ühised võlakirjad on realistlikud ja juhul kui on, siis millised nad võiksid olla. Tulenevalt uute abiprogrammide ja keskpanga ebastandardse rahapoliitika rakendamisest uuritakse Eestis tegutsevate ekspertide käest, mis on praeguseks kujunenud olukorra kitsaskohad ja kas eurovõlakirjad aitavad neid lahendada. Samuti küsitakse intervjuude käigus võimalikku mõju kriisiriikidele. Eeldatakse, et Eesti ekspertide arvamust on oluline, sest Eesti osaleb läbi mitme organisatsiooni euroala otsustusprotsessis, milles võib iga euroala riik otsuste tulemusi mõjutada. Töö tarbeks intervjuueritakse Eesti Panga, Rahandusministeeriumi ja ühe kommertspanga eksperte. Kvalitatiivsest uurimisest leitakse eeldused, mis võivad aidata edaspidisel eurovõlakirjade modelleerimisel luua realistlikumat mudelit.

Kirjandusest võib leida palju erinevaid mudeleid võimaliku teoreetilise eurovõlakirjade idee teostamiseks. Näiteks on üks pakutud variant (Weizsäcker, et al., 2010) paneb ühisele eurovõlakirjade mahule piiri, kui väljaantud maht läheneb 60%-le riigi SKP-st. Võlg, mis on üle selle piiri ei kuulu enam ühiste eurovõlakirjade alla ning sellise võla tagasimaksmise eest vastutab ainult väljaandev riik. Selline lähenemine ei anna aga võimalust võla suurendamiseks kriisi olukorras tunduvalt soodsama intressiga ehk Euroopa võlakirjadest kasu lõigata just siis, kui see on kõige enam vajalik. Samuti ei võimalda selline lähenemine kontrollida, et valitsus ei võtaks liialt madala intressimääraga laenu projektide jaoks, mis ei soodusta riigi arengut ja kasvu. Praeguses olukorras on märke, et väga madalad intressimäärad ei ole pannud kriisiriikide valitsusi oma strateegiat muutma ega aidanud kriisist välja tulla. Seetõttu vaadatakse töös lühidalt madalate intressimäärade võimalike laiemaid mõjusid. Erinevate eurovõlakirjade modelleerimist ja mudelite võrdlust võib kirjandusest veelgi leida (Claessens, et al., 2012), (Bauer, et al., 2011). Samas oleneb lahendus tihti eeldustest, ehk eurovõlakirjade täpsemast teoreetilisest kujust. Kuivõrd tegemist on väga teoreetilise võimalusega ja olukord turgudel on oluliselt muutunud, siis on käesolevas töö eesmärk – kas eurovõlakirjad oleksid üldse praeguses olukorras võimalikud ja millisel kujul nad võiksid esineda – piisavalt aktuaalne.

Kvalitatiivne analüüs, kus intervjuueritakse võlakirjaturgudel tegutsevaid portfelliidureid ja rahapoliitikaga seotud majanduseksperte, on uuenduslik, sest võib

aidata paremini aru saada praegu valitsevast olukorrast ja võimalusest rakendada eurovõlakirju, kui ühte abivahendit kriisi lahendamisel. Samuti pakutakse käesolevas töös ühe võimaliku lahendusena ühised võlakirjad koos lisandunud intressimääraga kriisiriikidele. Autori poolt toodud skeemis läheb lisaintress riiklikusse fondi, millest toetatakse riiki probleemide korral, et see ei võtaks kriisi ajal laenu juurde bilansiväliselt ega suurendaks teiste arvelt oma laenu. Ettepanek on pigem poliitilist laadi ja seda testitakse kasutades ekspertarvamusi.

Eesmärkidest lähtuvalt püstitatakse järgmised uurimisülesanded:

- anda lühiülevaade viimase sajandi suurimatest võlakriisidest;
- selgitada ja anda ülevaade eelnevatest eurovõlakirjade teoreetilistest ettepanekutest;
- anda lühiülevaade madalate intressimäärade, kui ühe kriisilahendusmehhanismi võimalikust mõjust reaalmajandusele, erinevatest rakendatud abiprogrammidest ja riskide jagamisest;
- koostada intervjuu küsimustik, millega saaks uurida praegust olukorda euroala riiklike võlakirjade turul, ühiste eurovõlakirjade võimalikkust ja nende võimalikku mõju kriisiriikidele;
- viia läbi süvaintervjuud Eesti oluliste ekspertidega;
- analüüsida saadud intervjuude vastuseid;
- pakkuda tulemuste põhjal soovitusi eurovõlakirjade modelleerimiseks tulevikuks ning võrrelda saadud soovitusi seni tehtud eurovõlakirjade teoreetiliste uurimustega.

Autorile ei ole teada, et sarnast uurimistööd oleks Eestis varem läbi viidud. Ka mujal maailmas ei ole praeguses muutunud olukorras eurovõlakirjade teematikat suurema põhjalikkusega analüüsitud.

Uurimistöö koosneb teoreetilisest ja empiirilisest osast. Teoreetiliste lähtekohtade saamiseks kasutas autor majanduse õpikuid ja raamatuid ning internetis kättesaadavaid tuntud autorite ja rahvusvaheliste organisatsioonides töötavate analüütikute uurimistöid,

samuti majandusajakirjade artikleid. Mitmed uurimistööd pärinevad IDEAS veebilehelt, mis kasutab RePEc ("*Research Papers in Economics*") andmebaasi.

Töö esimese peatüki eesmärk on anda teoreetiline taust kriisidest ja nende võimalikust lahendustest ning vaadata kirjanduses pakutud eurovõlakirjade võimalusi. Esimene alapeatükk juhatab sisse finantskriiside ajalooga, teine jätkab euroala võlakriisi teoreetilise taustaga, kolmas tutvustab kirjanduses pakutud eurovõlakirjade erinevaid ideid. Neljandas alapeatükis kirjeldatakse täpsemalt ühte enim tuntud eurovõlakirjade ideid. Viiendas alapeatükis hinnatakse madalate intressimäärade mõju, kui ühte kriisilahendusmeetet. Kuuendas vaadatakse praegu rakendatud kriisilahendusmehhanisme ja võrreldakse nende mahtu kriisiriikide võlakirjaturu mahuga.

Teine peatükk annab ülevaate metodikast ja autori tehtud intervjuudest. Esimeses alapeatükis on töö metodika, teises ekspertide kogemuste ja töö kirjutamise hetkel valitseva olukorra kirjeldus, kolmandas analüüs eurovõlakirjade optimaalse struktuuri üle, neljandas arutelu võimalik mõju üle kriisiriikidele, viiendas soovitused edaspidiseks modelleerimiseks.

Autor soovib tänada juhendajat Tartu Ülikooli makroökonomika professorit Raul Eametsa väärtuslike nõuannete eest ja tänada kõiki intervjuueeritavaid, kes leidsid aega küsimustele vastamiseks.

# 1 VÕLAKRIISID JA EUROVÕLAKIRJAD

## 1.1 Ülevaade eelnevatest võlakriisidest

Finants- ja võlakriisid ei ole haruldased, neid juhtub pidevalt ning sobiva poliitilise raamistiku väljatöötamiseks on otstarbekas arvestada, et järgmine kriis ei pruugi olla enam kaugel. Võlakriiside pideva kordumise illustreerimiseks järgneb lühiülevaade hiljuti toimunud suurematest kriisidest. Maailmas on ajalooliselt olnud väga palju finantskriise, ajaloolistest kriisidest on muuhulgas hea kokkuvõtte teinud näiteks Soto raamatus *Money, Bank, Credit and Economic Cycles* (Soto, 2009 lk 486-499). Kõiki raamatus toodud kriise ei ole otstarbekas siinkohal välja tuua. Käesoleva töö jaoks piisab nimetatud raamatust ja teistest allikatest lühidalt välja tuua 20. sajandi suurimad finantskriisid:

- **1907. aasta finantskriis.** Alates 1896. aastast kuni 1907. aastani toimus laenumahtude kiire kasv. Uued tööstusharud nagu elektritootmine, telefonise, metroo ja laevaehitus meelitasid uusi laene. Põhiline laenukasv toimus elektritööstuses, mis võttis eelnevalt raudteetööstuse pankrotistunud ettevõttele kuulnud koha. Lisaks hakkasid laene esmakordselt kasutama ka keemiatööstuse ja tärkava autotööstuse ettevõtted. 1907. aastal toimus kriis, mis tabas eriti tugevalt USA-d, kus paljud pangad pankrotistusid. Peale 1907. aastat algas uus kiire tõus, mis lõppes 1913. aastal kui tuli uus kriis, mis sarnanes eelnevatega ja lõppes Esimese Maailmasõjaga.
- **Peale Esimest Maailmasõda** algas uus krediidikasv, milles mängis olulist rolli 1913. aastal asutatud USA Föderaalreserv. Pangalaenude maht kasvas USA-s viie aastaga 33 miljardilt dollarilt 47 miljardi dollarini (1922. aasta keskpaigast kuni 1928. aasta aprillini). Raha pakkumine kasvas aga 37 miljardilt dollarilt

1921. aastal rohkem kui 55 miljardi dollarini 1929. aasta jaanuaris ehk 49%. Rahapakkumise ja laenude kiire kasv põhjustas buumi nii majanduses kui ka aktsiahindades ning lõppes 1929. aasta aktsiaturgude kukkumisega, mida meenutatakse tänapäevani.

- **1970. aastate majanduslangus.** Peale Teist Maailmasõda oldi enamasti arvamusel, et ekspansiivne fiskaal- ja rahapoliitika aitab igasuguseid kriise vältida. Äritsüklite iseloomulikuks jooneks saigi keskpankade poolt koordineeritud tahtlik inflatsiooniline poliitika. Nii saigi globaalne krediidikasv 1960. aastatel võimalikuks tänu Föderaalreservile, osaliselt aitas see ka rahastada USA sõjaväe tegevust Vietnamis. Krediidi suurenemine tõi kaasa Bretton Woodsi süsteemi kokkukukkumise 70. aastate alguses ning järgnevate aastate tugev majanduslangus koos stagflatsiooniga löid selle arvamuse kõikuma.
- **1990. aastate alguses toimunud kriisile** eelnes aktsiaturgude poolt selge hoiatus 1987. aasta 19. oktoobril, kui New Yorgi aktsiaturgude indeks kukkus ühe päevaga 22,6%. See sündmus sundis USA keskpanka tõstma majandusele kättesaadavat krediiti, et toetada aktsiaturgude indekseid. Krediidi ja baasraha kasv põhjustas buumi aktsiaturgudel ja kiire majanduskasvu. Hiljem võimendas alanud kriisi hoiu- ja laenuühistute massiline pankrotistumine USA-s. Nimelt olid hoiu- ja laenuühistud võtnud massiliselt laenu, mida ei olnud võimalik tõusvate intresside tõttu enam tasuda. Lisaks algas 1991. aastal ka Jaapani pikaajaline panganduskriis, mis kestis kuni 2005. aastani (Fujii, et al., 2010).
  - **1992. aastal** mõjutas üleilmne kriis ka Hispaaniat, kui seal algas retsessioon, mis kestis viis aastat. Buumi aitas suurendada Hispaania varasem astumine Euroopa Majandusühenduse liikmeks, mis oli üks Euroopa Liidu eelkäijatest. Kriis tõi kaasa kohaliku valuuta devalveerimise ja aktsiaturu kukkumise ning sellest taastumine võttis mitu aastat aega. Seetõttu võib paralleele tõmmata praeguse kriisi algusega, mida võimendas enne kriisi odava laenuraha kättesaadavus üle terve euroala, madalad intressid ja hilisem valitsuse võlakriis.
- **1994. aasta** võlakirjade kukkumine – võlakirjaturgude volatiilsus tõusis vähemalt kolmeteistkümnes riigis, kusjuures kukkumine liikus ühest riigist teise

ja oli pigem seotud turu dünaamikaga, kui turuosaliste meelsuse muutus mõne fundamentaalse majandusnäitaja suhtes. (Borio, et al., 1995)

- **1997. aasta** riskifondide (inglise k *hedge fund*) ja Aasia valuuta kriis oli üks hullematest finantskriisidest Aasias. See ohustas nii kogu regiooni majanduslikku tulevikku kui ka maailma majandust. Kriis sai alguse Tai jooksevkonto defitsiidi tekkimisest ja sellest tulenevast survest fikseeritud valuutakursi vastu, teistes riikides nagu näiteks Lõuna-Koreas võimendas kriisi lühiajaline laenamine välisvaluutades, nõrgad pangad ja finantsinstitutsioonid, rahvuslike valitsuste ja rahvusvaheliste organisatsioonide poliitilised vead, rahvusvaheliste investorite nagu näiteks riskifondide ülereageerimine ning residentide või mitteresidentide või mõlema destabiliseeriv spekulatsioon. (Khatri, 2011)
- **2000. aasta** tehnoloogia aktsiate mull ja selle lõhkemine – tehnoloogia aktsiate hind NASDAQi börsil tõusis väga kõrgele tasemele kahe aasta jooksul, mis eelnesid 2000. aastale. Tipus oli kõikide interneti sektori aktsiate hind äärmuslikul tasemel. *Hedge* fondid kasutasid seda äärmuslikku olukorda ära ja liikusid mulliga kaasa kuni see kestis ning vähendasid oma positsioone enne kui aktsiad hakkasid kukkuma. (Brunnermeier, et al., 2004)
- ning lõpetuseks **2007. aasta** kinnisvaramulli lõhkemine ja sellele järgnev finantskriis. Konsensuse kohaselt olid kinnisvaramulli taga peamiselt hüpoteekide madalad intressimäärad, madalad lühiajalised intressimäärad, leebemad standardid kinnisvaralaenu andmiseks ja irratsionaalne käitumine. (Holt, 2009)

Peale viimast kriisi jõudis tähelepanu Euroopa kriisiriikide ülelaenamisele ja algas võlakriis, mille ühest võimalikust lahendusest saab käesoleva töö peamine teema. Täpsemalt nimetatakse selles töös euroala kriisiriikidena – Kreekat, Portugali, Itaaliat, Iirimaa ja Hispaaniat. Kriisiriigid on valitud nii, sest neil on teistest riikidest kõrgem jooksevkonto defitsiit ja töötuse määr.

## 1.2 Euroala võlakriisi teoreetiline taust

Frederic S. Mishkini 7. väljaanne õpikust *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* kirjeldab (lk 189):

*„Finantskriisid toimuvad siis, kui finantsüsteem on niivõrd häiritud, et see põhjustab teravat muutust otsuste tegemisel ja moraalariski probleemid finantsturgudel kasvavad niivõrd suureks, et ei ole enam võimalik säästjate vahendeid efektiivselt kokku viia produktiivsete investeeringutega. Selle tagajärjel, et finantsturud ei saa enam efektiivselt toimida, toimub reaalmajanduses terav aktiivsuse langus.“*

Lühidalt on käesoleva töö kontekstis finantskriis olukord, kus finantsturud ei toimi efektiivselt ja see omab negatiivset mõju reaalmajandusele.

Tegurid, mis põhjustavad finantskriisi on samas raamatus kokku võetud viide kategooriasse, nendeks on: intressimäärade tõus, ebamäärasuse tõus, varaturgude mõju bilanssidele, probleemid pangandussektoris ja valitsuse eelarve tasakaalustamatus (Mishkin, 2004 lk 189-191). Lisaks on otstarbekas siinkohal välja tuua võimalused, mida keskpang saab teha, et finantskriise leevendada, nimelt on võimalik teha avaturu operatsioone ehk osta või müüa turult varasid, muuta baasintressi ning muuta pankade reservinõudeid (Mishkin, 2004 lk 414).

Täpsemalt põhjustas käesolevat euroala võlakriisi kriisiriikide valitsuste eelarve tasakaalustamatus ja mitme riigi ülelaenamine. Need tegurid olid investoritele selgesti nähtavad tänu suurele defitsiidile ja võla/SKP suhte kiirele tõusule. Investorid hakkasid seepeale nende riikide võlakirju vältima, mis tõi kaasa ebalikviidsuse teatud riiklike võlakirja turgudel. Euroala ülesehitusest tulenevalt ei olnud selge, et võlakirju tagab tugev institutsioon nagu näiteks riiklik keskpang. Viimase instantsi laenuandja (inglise keeles *lender of last resort*) puudumisel võivad investorid lõpetada maksevõimelisele riigile laenu andmise ka ilma fundamentaalse maksevõime muutuseta (Vranceanu, 2013). Seetõttu tõusid teatud riigivõlakirjade intressimäärade hüppeliselt, see intressimäärade tõus levis nii erasektoris kui ka teistesse riikidesse. Kuigi eurovõlakirjad ei aita ülelaenamise vastu võib teatud struktuuri puhul ette kujutada laenamise piiramist ja edaspidi selle vältimist. Lisaks aitavad eurovõlakirjad ebamäärasuse vastu, nimelt kaob

spekuleerimine kas riik muutub maksejõuetuks või mitte, sest kõikidele osapooltele on selge, et äärmisel juhul aitab maksejõuetust vältida keskpank. Ühised võlakirjad aitavad teoorias suurema likviidsuse ja turumahu tõttu ka intresse alandada. Sellega on probleemsete riikide võla refinantseerimine oluliselt lihtsam.

Teatavasti on euroala liikmeks saamisel riigid ära andnud võimaluse oma kodumaist valuutat devalveerida. See võimalus on traditsiooniliselt olnud korrigeerivaks mehhanismiks rahvuslike majanduste vaheliste tasakaalustamatuste tekkimise korral. Euroala ülesehitust ei saa mitmel põhjusel võrrelda „dollari-ala“ ülesehitusega USA-s, sest euro rahaliidus ei ole ei panganduse- ega fiskaalliitu. Samuti ei ole euroala rahvuslike keskpankade vahel pankadevahelise maksesüsteemi (nimega TARGET<sup>2</sup>) kontojääkide stabiliseerimismehhanismi. See viib olukorrani, kus teatud keskpankade kontode vahel võivad tekkida pikaajalised ja suured arvestuslikud ülejäägid ja puudujäägid vastavalt raha liikumisele euroala riikide vahel. (Sinn, et al., 2011)

Kõik see toob kaasa olukorra, kus on suur võimalus moraaliriski tekkimiseks, mis tähendab, et teatud riigid saavad palju kohustusi võtta ja kasutavad hiljem mõistlikult laenanud riike ära, sest need on sattunud olukorda, kus nad on sunnitud ülelaenanud riike välja päästma. Ülelaenamise riski vähendamiseks tehti euro loomisel kaks reeglit. Üheks oli Stabiilsuse ja kasvu pakt (aastane eelarve puudujääk ei tohi olla üle 3% SKP-st ja võlg üle 60% SKP-st) ning teiseks „*no-bail-out*“ klausel, millega viidati rahvusriigi maksevõimetuse tekkimise võimalusele, kui riik ei suuda oma kohustusi täita (Fiscal policies ... 2015). Samuti tekitas eurosüsteemi ülesehitus olukorra, milles rahvusriigi fiskaalpoliitika omandas võtmetähtsusega rolli antitsükilise iseloomuga makromajanduslikus poliitikas (Buitter, et al., 1992). Kuidas motiveerida riike kujundama sobivat fiskaalpoliitikat olukorras, kus fiskaalpoliitika peab olema selline, et see ei tohi ohustada monetaar- ja finantsstabiilsust, see jäeti euroala kujundamisel lahtiseks (Wyplosz, 1997). Tulenevalt sellest jäeti euroala loomisel lahtiseks võimalus finantskriiside tekkeks, ühte võimalikku mehhanismi illustreeritakse järgnevalt.

---

<sup>2</sup> Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system: <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/html/index.en.html>

Hea mudel valitsuse võlakriisi tekkimisest on toodud euro ebastabiilsusest rääkivas uurimuses, millest siin lühikokkuvõtte tehakse (Vranceanu, 2013). Näiteks võib fiskaalpoliitiliste otsuste tõttu hakata valitsuse võla-SKP suhe iga aastaselt tõusma. Ühel hetkel muutub võla tase jätkusuutmatuks ehk valitsus jõuab oma maksevõime piirini, millest edasi võlga suurendades ei ole valitsus võimeline oma võlga tagastama, sõltumata sellest, mis meetmeid vastu võetakse. Täpset piiri asukohta on keeruline määrata, kuid see piir on olemas ühel lihtsalt põhjusel. Nimelt koosneb valitsuse koguvara valitsusele kuuluva vara turuhinnast (kinnisvara, maavarad, riigiettevõtted jm) ja tulevaste sissetulekute diskonteeritud nüüdisväärtusest, mis on teoreetiliselt piiratud aastase SKP kasvu määraga. Seega, isegi kui vara väärtus on väga suur, on selle suurus lõplik väärtus. Kui nüüd oletada, et valitsuse eelarve on defitsiidis ja riigivõla intressimäär on suurem nominaalsest kasvumäärast, siis võib prognoosida, et riik muutub mingil hetkel tulevikus maksejõuetuks. Oletame lihtsustatult, et investorid annavad valitsusele üheks aastaks laenu või riik rahastab ennast ühe aastaste võlakirjadega. Kui nüüd investorid prognoosivad näiteks, et riik jõuab maksejõuetuseni 15 aasta pärast, muutub riigile laenamine ebaratsionaalseks juba 14. aastal, sest on teada, et valitsus ei saa aasta pärast võlga tagastada. Seega tuuakse valitsuse maksejõuetuks ühe aasta võrra ette, sest valitsus ei saa eelviimasel aastal enam turult raha kaasata ega oma võlakirju refinantseerida. Sama kordub ka 13. aastal ning kokkuvõttes võib juhtuda, et niipea, kui investorid näevad, et valitsus on *valel teel* lõpetavad nad kohe riigile laenamise. Ilma viimase instantsi laenuandjata võib investorite meelsus muutuda uudiste, kuulujuttude või muu info põhjal, mis ei näita riigi fundamentaalset maksejõulisust. See toob kaasa võimaluse, et valitsus muutub koheselt maksejõuetuks, kui eeldada, et riigil pole sellel hetkel, kui investorid probleemi avastasid, kogu võlasummat käepärast. Kusjuures suurt erinevust ei ole, kas riik muutub näites toodud hetkel maksejõuetuks sellel põhjusel, et valitsuse varad ja sissetulekud ongi väiksemad kui koguvõlg või vähese likviidsuse tõttu, mida põhjustas võla refinantseerimise võimetus. Investorid võivad teatud asjaolude kokkulangemisel nõuda suuremat intressi ka riigivõla pealt, mis on valitsuse ülejäägis eelarvega tasutav teatud aastate jooksul. Seega võib maksejõuetust põhjustada isetäituv ennustus, sest kui investorid hakkavad suuremaid intresse nõudma, tahavad kõik korraga võlakirju müüa

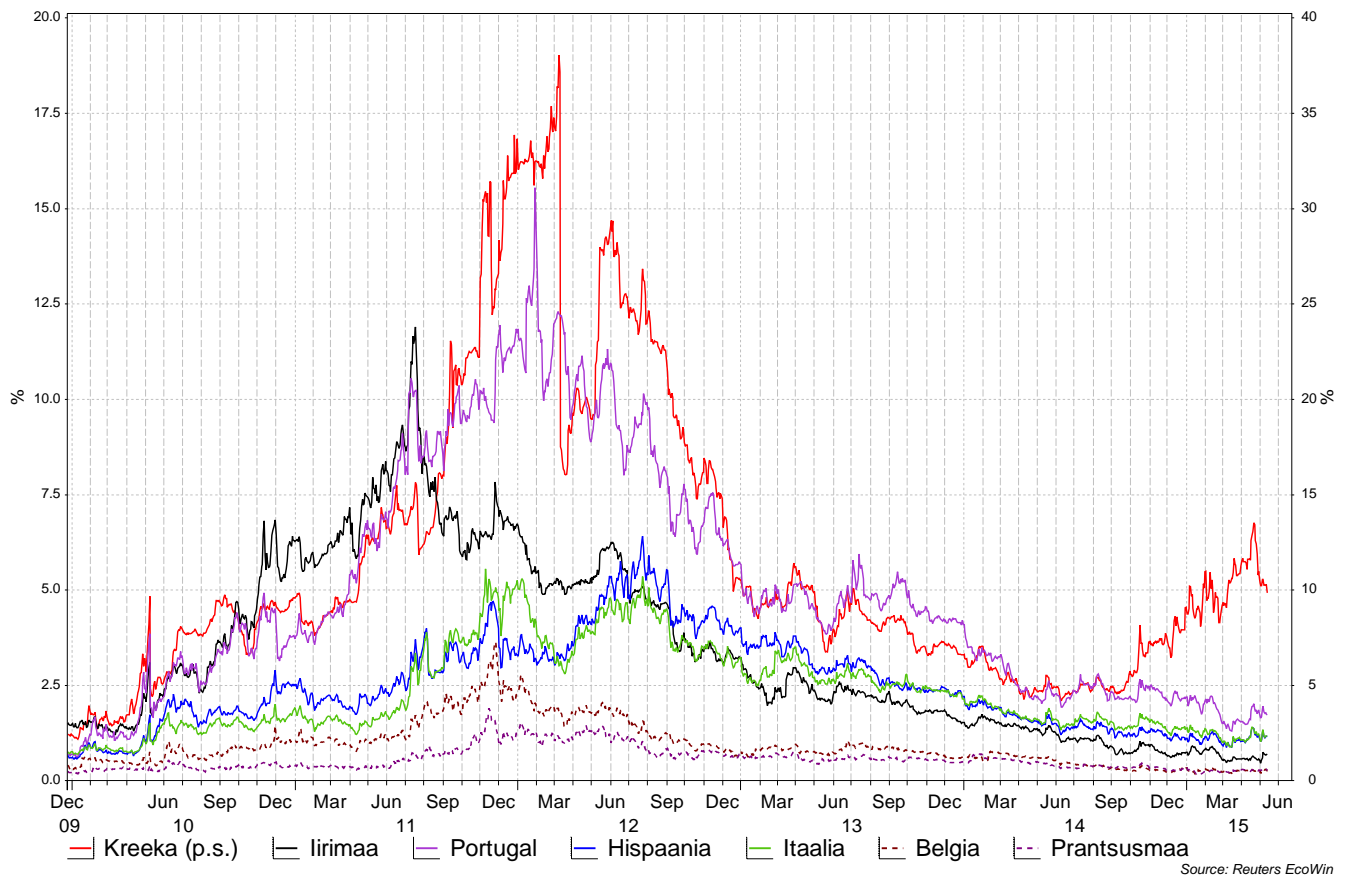
ega pole nõus uusi võlakirju ostma, siis võib võlatase hakata väga kiiresti suurenema. (Vranceanu, 2013)

Sellise investorite ebaratsionaalse käitumise vastu võivad aidata eurovõlakirjad, sest nendel oleks tagatiseks üks tugev keskpank ja kõik euroala valitsused, kelle huvides on kogu euroala finantsstabiilsus. Praegusel hetkel võib tekkida olukord, kus ühe riigi ebastabiilsuse tõttu ei rakendata meetmeid kogu euroalal – selle näiteks võib tuua Kreeka osalise võlgade restruktureerimise 2012. aastal (Porzecanski, 2012).

Alates kriisi algusest 2008. aasta septembris tõusid kõikide euroala riikide pikaajaliste võlakirjade intressid kuni intressivahede tipnemiseni 2012. aasta alguses. Riigivõlakirjade intressivahede arenguid seletavad Euroopa Keskpanga ökonomisti uurimistöö kohaselt kolm peamist tegurit: a) kogu piirkonna riskitase, b) riigipõhine krediidirisk ja c) kriisi ülekandumise mõju Kreekast (*spillover*). Lisaks on investorite suurem riskikartlikkus tõstnud Saksamaa võlakirjade nõudlust ja sellega seoses on kõikide euroala võlakirjade intressivahed kasvanud. Tähtsat rolli mängisid ka riigispetsiifilised krediidireitingud intressivahede tõusus Kreekas, Iirimaal, Portugalis ja Hispaanias. (Santis, 2012) Seega tekitas ühe väiksema riigi probleemid teistes oluliselt suuremate võlakirjaturgudega riikides.

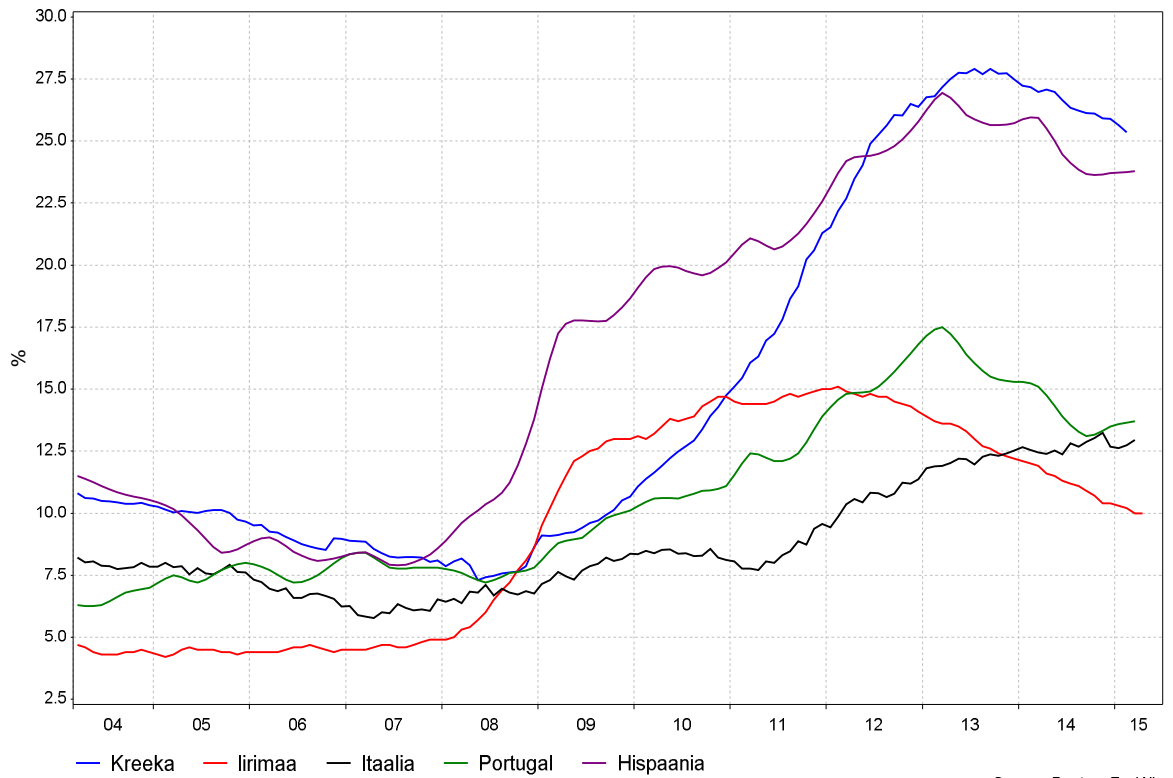
Kriisi mõjud on näha võlakirjade intressidest (vt **Joonis 1**: Valitud euroala riikide intressivahe Saksamaa 10. võlakirja intressimääraga) ja reaalses majandusnäitajates (vt **Joonis 2**: Tööpuuduse määr kriisiriikides (sessoonselt korrigeeritud) , **Joonis 3**: Inflatsiooni muutus kriisiriikides a/a, **Joonis 4**: Kriisiriikide SKP muutus a/a ja **Joonis 5**: Kriisiriikide jooksevkontod). **Joonis 1** näitab kriisiriikide valitsuse võlakirjade 10. aastaste intressimäärade erinevusi Saksamaa 10. aastase võlakirjaga. Kuivõrd Saksamaa majandus on üks suurimaid ja edukamaid eksportijaid euroalal ning selle võlakirjaturg on mahult väga suur ja välisinvestorite jaoks atraktiivne, siis on otstarbekas kriisiriikide võlakirjaintresside erinevusi võrrelda just Saksamaa võlakirjaintressidega. Erinevusi vaadatakse selleks, et välja tuua euroala riikide erinev rahastamise kulu ja vähendada graafikul kõikide euroala riikide võlakirjaintresse mõjutavate tegurite põhjustatud liikumiste näitamist. Kui kriisiriikide valitsuste võlakirjade intressivahed Saksamaa võlakirjadega liiguvad kriisi ajal hüppeliselt üles, siis näiteks võrdluseks toodud

Prantsusmaa ja Belgia võlakirjade intressimäärad ei tee nii järske hüppeid. Kreeka võlakirjade intressimäärad liiguvad niivõrd suures ulatuses, et need on toodud parempoolisel skaalal. Kui kriisiriik peaks olema sunnitud osa oma võlast kriisi hetkel refinantseerima, siis kõrgemate intresside maksmine toimuks veel aastaid peale refinantseerimist, kuni võlakirja tähtaja lõpuni.



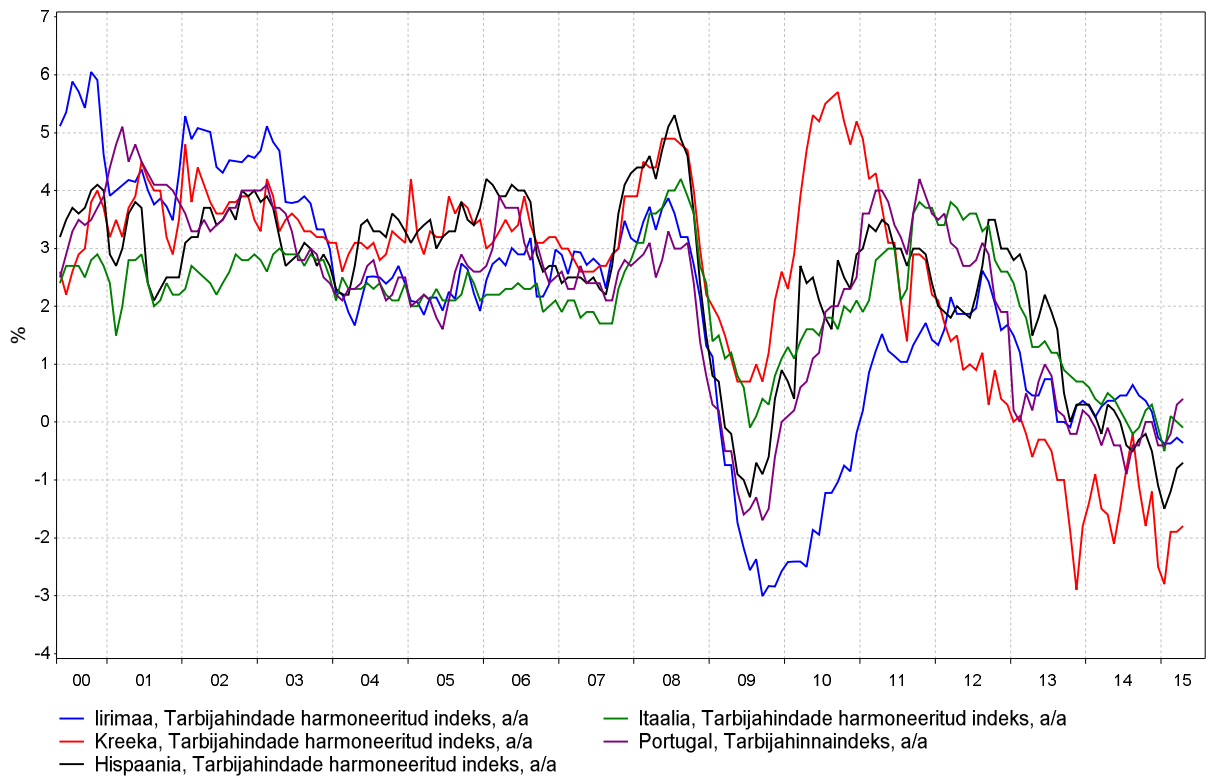
**Joonis 1:** Valitud euroala riikide intressivahe Saksamaa 10. võlakirja intressimääraga

**Joonis 2** näitab kriisiriikide väga kõrgeid ametlikke tööpuuduse määrasid. Kreekas ja Hispaanias on tööpuuduse määr jätkuvalt väga kõrge, kuigi see on peale kriisi tippu veidi alanenud, siis kriisieelsetele tasemeteni jõudmiseks peaks tööpuuduse määr veel kaks korda alanema. Kuigi teistes riikides on olukord parem, siis mitte üheski riigis pole saavutatud kriisieelset taset. See peegeldab antud majanduste struktuurseid erinevusi, aga ka vastuvõetud kriisimeetmete väga aeglast mõju nende riikide jaoks.



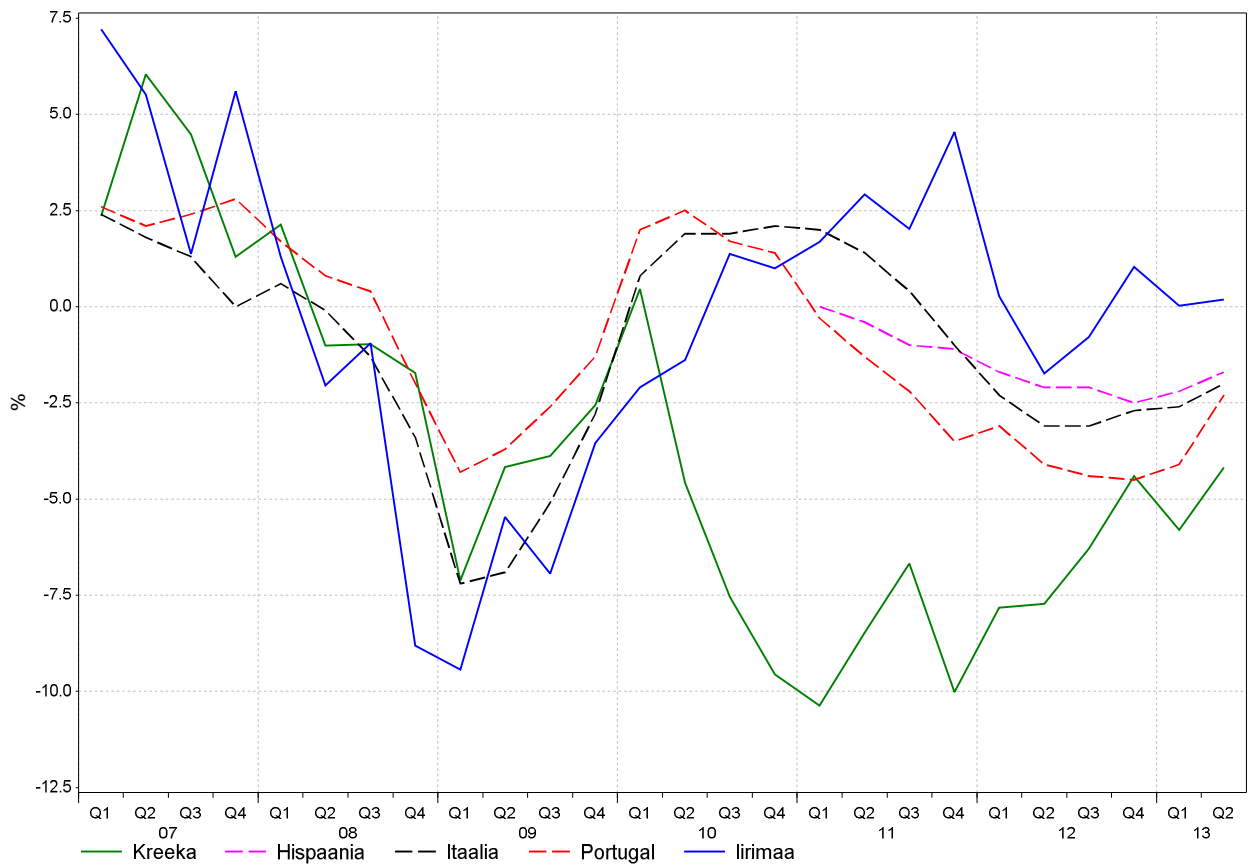
**Joonis 2:** Tööpuuduse määr kriisiriikides (sessoonselt korrigeeritud)

**Joonis 3** näitab inflatsiooni aastast muutust. Joonisel on peale kriisi järgset suurt langust selgelt näha perioodi (2009. aasta lõpp kuni 2010. aasta lõpp), kus kriisimeetmete vastuvõtmise järgselt on inflatsiooni aastane muutus hakanud suurenema, viimaste aastate jooksul on jälle tekkinud selgelt eristuv langustrend. Tarbijahindade alanemist võib tõlgendada kui positiivset arengut juhul, kui on soov taastada majanduse konkurentsivõimekus teiste riikide suhtes. Samas võib see näiteks suurte püsikuludega ettevõtted pankrotti viia, mistõttu võib kohaliku turu hindade langus riigi konkurentsivõimekust teiste riikide suhtes hoopis langeda.



**Joonis 3:** Inflatsiooni muutus kriisiriikides a/a

**Joonis 4** näitab kriisiriikide kvartaalse SKP sesoonselt korrigeeritud aastast muutust. Kuivõrd 2014. aastal on kõik riigid pöördunud tagasihoidliku kasvu juurde, siis võib meetmeid pidada teatud määral edukaks. Samas on kasv küllaltki madal arvestades vastuvõetud meetmete suurusega ja selle saavutamiseks kulunud aeg võis omakorda muuta kriisiriikide majanduse struktuure niivõrd, et kriiseelse kasvu saavutamine võib veel väga palju aega võtta. Pikaajalise madala kasvu üheks näiteks võib tuua eelnevalt kirjeldatud jätkuvalt kõrge töötuse määr. Kui töötuse määr on kõrge pikka aega, siis võib järjest rohkem inimesi liikuda püsivalt varimajandusse või heitunute hulka, see muudab kriiseelse kasvu saavutamise aastaid hiljem oluliselt raskemaks.



Source: Reuters EcoWin

**Joonis 4:** Kriisiriikide SKP muutus a/a (sesoonselt korrigeeritud)

**Joonis 5** näitab kvartaalseid jooksevkontode defitsiite miljardites eurodes. Jooksevkonto on oluline majanduse olukorra näitaja. Jooksevkonto näitab teatud ajaperioodi jooksul kaupade ja teenuste ekspordi, millest on lahutatud import ning lisatud neto sissetulekud välismaalt ja neto jooksevülekandeid. Positiivne jooksevkonto näitab, et riik on neto laenuandja välisriikidele, samas kui negatiivne jooksevkonto näitab, et riik on neto laenaja välisriikidelt. Jooksevkonto puudujääk vähendab riigi varasid puudujäägi võrra, samas kui ülejääk suurendab neid. Püsivaks kriisist väljumise kriteeriumiks võib pidada stabiilset jooksevkonto ülejääki, mis aitab majandusel kiiremini tasakaalu saavutada.



**Joonis 5:** Kriisiriikide jooksevkontod

Kuigi viimasel aja jooksul võib graafikutelt näha paranemise märke, siis on kriisist väljumine aega võtnud üle 6. aasta ning veel hiljuti lisas Euroopa Keskpank meetmeid juurde<sup>3</sup>. Samuti tuuakse töös edaspidi (vt peatükk 1.6) näiteid, kuidas selle tulemuse saavutamine päästeprogrammide ja mittestandardsete rahapoliitiliste meetmete abil on mahult võrreldav teoreetiliste eurovõlakirjadega.

Eurovõlakirjad on üks osa võimalikust lahendusest, sest need alandavad kogu piirkonna riske, kõrvaldavad või vähendavad riigipõhist krediidiriski ning kõrvaldavad kriisi ülekandumist läbi võlakirjaintresside. Lühidalt vähendavad rahaliidus olevate riikide haavatavust turu meelsuse muutuste vastu. (De Grauwe, 2011) Seega vähendavad nad võimalust, et investorite poolt väljakutsutav isetäituv ennustus realiseerub, sest euroala

<sup>3</sup> Näiteks EKP varaostuprogramm:  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/pspp/html/pspp.en.html>

ühisel keskpangal on kindel eesmärk tagada finantsstabiilsust kogu euroalal. Praeguses olukorras võivad aga investorid kahelda, sest Kreekal on lastud osaliselt oma võlgu restructureerida ning keskpank võib küll proovida iga üksiku riigi võlakirjaturgude stabiilsust tagada kuid lõpuks peab keskpank arvestama ebestandardse rahapoliitika mõjudega kõikidele riikidele ehk euroalale kui tervikule. Optimaalne probleemi lahendus terve euroala jaoks ei pruugi aga olla sama, mis optimaalne probleemi lahendus iga üksiku riigi jaoks. Nende kõikide põhjuste tõttu on eurovõlakirjade loomise uurimine teoreetiliselt põhjendatud.

Järgnevalt vaadatakse, millised on kirjanduses toodud eurovõlakirjade teoreetilised võimalused ning seejärel võrreldakse neid intervjueeritud ekspertide arvamusega.

### **1.3 Eurovõlakirjade teemalised uurimistööd**

Diskussioonid euroopa võlakirjade teemal algasid peale euro loomist. 2000. aastal pakkus Giovannini grupp, et võlakirjade väljastamist tuleks hakata paremini koordineerima, sellise tegevuse lõppeesmärgiks nähti suurem integreeritus ja hilisema vajaduse korral ka ühine võlakirjade väljaandmine (Co-ordinated public debt issuance ... 2000).

Hiljem, 2008. ja 2009. aastatel arendas *Primary Dealers Association* (esmasvahendajate ühing) seda ideed edasi. 2008. aastal tehti *primary dealer*-ite (esmasvahendajate) vahel küsitlus, milles uuriti kuidas valitsuse võlakirju vahendavad kauplejad hindavad erinevate võlakirjade väärtust ja analüüsisiti nende tagasisidet. Küsitluse ja tagasiside põhjal toodi välja kolm olulist teemat. Esiteks oli uurimistöö tegemise ajal üldine vastumeelsus struktureeritud finantstoodete vastu. Teiseks eelistati krediidiriski eraldada kasutades selleks allutatud kohustusi, samas nenditi, et sellised kohustused hinnatakse turul ka vastavalt kõrgema intressiga. Kolmandaks eelistati lihtsamaid lahendusi, millest investorid aru saaksid. Lõpetuseks leiti, et töö tegemise ajal valitsevate turutingimuste taustal olid kauplejate jaoks kõige vastuvõetavamad variandid kuue kuulised eurovõlakirjade emiteerimine ja väikese/keskmise suurusega AAA krediidi hinnanguga riikide ühisvõlakirjad. Samas tõid autorid välja, et küsitluse vormil olid omad puudujäägid, näiteks toetusid kauplejad oma hinnangute andmisel

võlakirjade hindadele väga palju turul valitsevale olukorrale ning neil oli raskusi kõikide detailide arvestamisega, sest uurimistöös polnud selgelt toodud, millised on täpsemalt üksikute riikide kohustused (A Common European Government Bond ... 2008). 2009. aastal võttis sama asutus täpsemalt ette lühiajaliste eurovõlakirjade analüüsi ning peamise eelisenähtis suuremast likviidsusest tingitud odavamast finantseerimisest. Lisaks pakusid ühised võlakirjad alternatiivi USA võlakirjadele, mida peetakse investorite silmis äärmiselt turvaliseks. Samuti aitaksid eurovõlakirjad tugevdada euro positsiooni reservvaluutana ja kaasata rohkem rahvusvahelisi investoreid (Towards a Common European T-Bill ... 2009).

Kriisi ajal 2009. aastal pakuti uurimistöös, et ühise võla emiteerimine võiks lahendada kriisi. Ajaliselt järgnevatel aastatel (kuni 2010. aasta) on välja toodud, mis probleeme ühine võla emiteerimine lahendaks. Üheks väljapaistvaks tööks 2010. aastal oli *sinise-punase võlakirja (blue-red bond)* ettepanek (Weizsäcker, et al., 2010). 2011. aastal rõhutati taaskord eurovõlakirjade tähtsust ühise rahaliidu toimimise tagamiseks (De Grauwe, 2011). Alates 2011. on lisandunud erinevaid ideid teha struktureeritud võlakirju, näiteks ABSi (*asset backed securities*) tüüpi võlakirjad (Bauer, et al., 2011). 2012. aasta IMFi töös tuuakse välja põhjused, kuidas ühised võlakirjad aitaksid parandada riskide jagamist ja fiskaaldistsipliini, finantsstabiilsust, rahapoliitika ülekande mehhanismi ja finantsturgude toimimist. Nimelt vähendavad ühised võlakirjad probleemsete riikide laenu kulutusi, mis toob kaasa kasu ka kõikide teiste riikide jaoks, sest kogu euroala laenukulutused tervikuna langevad. Lisaks on praegused lähenemised fiskaaldistsipliini hoidmiseks jõudnud oma piirideni. Ühine võla väljaandmine koos tõhusamate institutsioonidega ja ennetava järelvalvega võib tugevdada fiskaaldistsipliini. Ühiste varade olemasolu ja riskide jagamine võib vähendada pankade sõltuvusi oma koduriikidest ja parandada finantsstabiilsust, samuti võib suur turvaline ühine varaklass suurendada koguni globaalset stabiilsust. Kui rahapoliitika ülekande mehhanismis tekivad tõrked, siis ühine võlakirjade turg aitab neid tõrkeid vähendada. Finantsturgude osas aitab ühine võlakiri riikidevahelise killustatuse vähenemine, sest see vähendab riigispetsiifilisi riske ja suurendab finantsintegratsiooni eeliseid. (Claessens, et al., 2012) Samas töös rõhutatakse, et eelnevalt kokku lepitud reeglid toimivad paremini, kui praegu kasutuses olevad nõ "ex-post" sanktsioonid, mis ei ole

enam niivõrd efektiivsed. Seega võib eurovõlakirju võrrelda ennetava meetmetena ja praeguseid päästeprogramme tagajärgede likvideerimisega.

Käesolevas töös võetakse eeskujuks esmasvahendajate ühingu küsitluste abil tehtud uurimus ja uuritakse intervjuude abiga praegust olukorda, eurovõlakirjade võimalikkust ja nende võimalikku mõju kriisiriikidele. Arvestades muutunud olukorda turgudel ja peale seda uurimust lisandunud ideid nagu sinise-punase võlakirja ettepanekut, ei ole käesoleva töö eesmärgiks jäljendada nimetatud uurimust. Lisaks on nimetatud töö sarnaste detailsete ettepanekute arvestamine ekspertide poolt pigem raskendatud, sest arvamustes võib domineerida jääda hetkel valitsev olukord. Kuivõrd mitte ühtegi aastate jooksul pakutud eurovõlakirjade varianti pole käesoleva töö kirjutamise hetkeks rakendatud ja hetkeolukorra kirjeldamine on käesoleva töö üheks eesmärgiks, siis on küsimused rohkem kvalitatiivsed (Lisa 2: Küsimustik), mitte ei keskendu võimalike võlakirjade teoreetilise hinna leidmisele ja sellest järelduste tegemisele nagu eelnevalt nimetatud esmasvahendajate uurimuses.

#### **1.4 *Blue-red bond* ettepanek**

2010. aasta mais pakkus Bruegeli mõttekoda välja idee, millega saaks vaatamata käimasolevale võlakriisile kindlustada euroala fiskaalset jätkusuutlikkust. Nimelt soovitatakse riikidel viia võlg, mis on kuni 60% SKP-st, ühise eurovõlakirja alla, mis oleks eelisvõla staatuses. See vähendaks laenamise kulusid riikidele tänu eelisele, mida pakuvad ühised võlakirjad. Sellist võlga nimetavad autorid siniseks võlaks (*blue bond*). Kõik, mis läheks üle 60% piiri oleks rahvuslik võlg ja allutatud sinisele võlale. Sellist võlga nimetavad autorid punaseks võlaks (*red bond*). Punasel võlal oleksid väljatöötatud protseduurid korrektseks pankrotistumiseks, selle tagasimaksmise eest vastutaks iga riik eraldi, seega oleks sellisel võlal kõrgem hind ja see aitaks autorite sõnul parandada fiskaaldistsipliini (Weizsäcker, et al., 2010).

Samas ei välista *sinise-punase* võla skeem, et punase võlaga ei tekiks samasugust olukorda nagu tekkis valitsuse võlakirjades käimasoleva võlakriisi alguses (vt **Joonis 1**). Nimelt võib riik punases võlas ikkagi liiga palju laenata ja punase võla intress võib mittejätkusuutlikuks muutuda. *Sinise-punase* võla ettepanekut kritiseeritakse veel

seetõttu, et kuna aluseks olevate valitsuse võlakirjade fundamentaalne risk ei muutu, siis ei saa sinise poole intressi vähenemine olla suurem kui intressi kasv punase võlakirja pool ehk laenamise kulud tervele euroala süsteemile jäävad samaks, sõltumata võlakirjade struktureerimisest (De Grauwe, 2011).

Käesolevas töös nimetatakse edaspidi reegleid, mis vastavad *sinise-punase* võlakirja ideele ja selle autori poolsele edasiarendusele (alapeatükis 2.3.2) *eritingimusteks*.

Bruegeli mõttekoja väljapakutud *sinise-punase võlakirja* idees kasutatakse uut institutsiooni, nimega ISC (*Independent Stability Council*), mille asutajateks on skeemist osavõtvad riigid. Institutsioon pakuks igaaastaselt kõikidele riikidele sinise võlakirja võimalikku kogust „*võta või jäta*“ põhimõttel. Peale ettepanku tegemist peaksid kõikide riikide parlamendid selle heaks kiitma. Kui ettepanku heakskiitmine ei õnnestuks, jääks riik ühise võlakirja skeemist välja, mis tähendab, et uusi siniseid võlakirju välja anda ei saaks ning teiste riikide uutele sinistele võlakirjadele ei kehtiks väljajäänud riigi garantii. Seega mitme aasta vältel skeemist mitteosavõtmisele järgneks järk-järguline lahkumine. Kuna suure riigi lahkumine tähendaks usalduse kõigutamist kogu skeemi suhtes, siis peaks ISC oma ettepanekutega väga ettevaatlik olema, kaitstes sellega Euroopa maksumaksja raha (Weizsäcker, et al., 2010). Samas võib siin näha ka ohtu, et kui suured riigid ei täida reegleid, hakatakse neid muutma ehk moraalirisk ei ole välistatud.

## **1.5 Madalate intressimäärade mõjud**

Seoses ülimadalate (või kohati negatiivsete) võlakirjade intressimääradega on siinkohal otstarbekas esitada mõningad kirjanduses välja toodud madalate intressimäärade mõjud. Kuivõrd madalad intressimäärad majanduses on kriisijärgne keskpanga poolne meede, mida keskpank rakendab läbi baasintresside ja võlakirjade ostuprogrammi ehk läbi rahapoliitika leevendamise, on selle teema käsitlemine antud kontekstis oluline.

Madalate intressimäärade mõju analüüsimisel tuleks vaadata laiemat mõju majandusele ja ühiskonnale. Peamine mõju tuleneb investorite investeerimisotsuste muutmisest (Global Financial Stability Report ... 2011). Madalad intressimäärad survestavad

investoreid otsima parema tootlusega riskantsemaid varasid. Peamine murekoht on pikaajaliste institutsionaalsete investorite nagu näiteks pensionifondide ja kindlustusfirmade võime kindlustada vajalik tulu, et katta oma kohustused. See paneb nimetatud ettevõtted otsima suurema tootlusega varasid, mis omakorda võib hiljem mõjutada finantsstabiilsust. (Antolin, et al., 2011)

Madalate intressimäärade riski finantsstabiilsusele on märkinud ka Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu (inglise k *European Systemic Risk Board* ehk ESRB) oma 2012. aasta pressiteates (ESRB General Board meeting ... 2012). Investorid otsivad madalate intressimäärade tõttu oma investeringutele kõrgemat tootlust (inglise k „*search for yield*“). See tegevus tõstab globaalse finantsüsteemi riske, mida on märkinud ESRB samuti oma 2014. aasta pressiteates (ESRB General Board meeting ... 2014). Keskendudes kõrgemale tootlusele on oht, et riskitase tõuseb just suurel hulgal investoritel, kes on riskide suhtes eriti tundlikud. Eriti puudutab see konservatiivseid institutsioone nagu näiteks kindlustusseltsid ja pensionifondid. Tuleviku väljamaksed võivad olla fikseeritud kõrgemal tasemel, kui praegune madalate intressimäärade keskkond seda lubaks. Seega on nimetatud institutsioonid sunnitud tegema väljamakseid, mis olid küll realistlikud enne finantskriisi, kuid mida on praeguses keskkonnas oluliselt keerulisem täita. Seega suureneb kõrgema tootluse otsing ja see võib omakorda avaldada mõju finantsstabiilsusele. (Antolin, et al., 2011)

Eraisikust säästjad jäävad madalate intressimäärade tingimustes samuti kaotajaks. Tugevalt langenud intressimäärad vähendavad nende inimeste sissetulekuid, kes sõltuvad säästudest teenitavast sissetulekust. Samuti ei ole inimeste säästukäitumine finantskriisi tingimustes seotud ainult intressimääraga vaid paljude teiste teguritega. Näiteks võivad inimesed hakata rohkem säästma, et viia oma finantsvarade seis endisele tasemele (inglise k nn *wealth effect*), samuti suurendab sääste ebakindlus edaspidiste töövõimaluste suhtes ja avaliku sektori finantsolukorra halvenemine, mis võib tekitada ratsionaalseid ootusi, et edaspidi suurendatakse makse. (Stinglhamber, et al., 2011)

Teistest küljest võidab enamik majapidamisi euroalal madalatest intressimääradest. Täpsemalt võidavad näiteks enamike euroala riikide (ka kriisiriikide) majapidamised ja kaotavad Saksamaa, Belgia ja Slovakkia majapidamised (Holzhausen, et al., 2014).

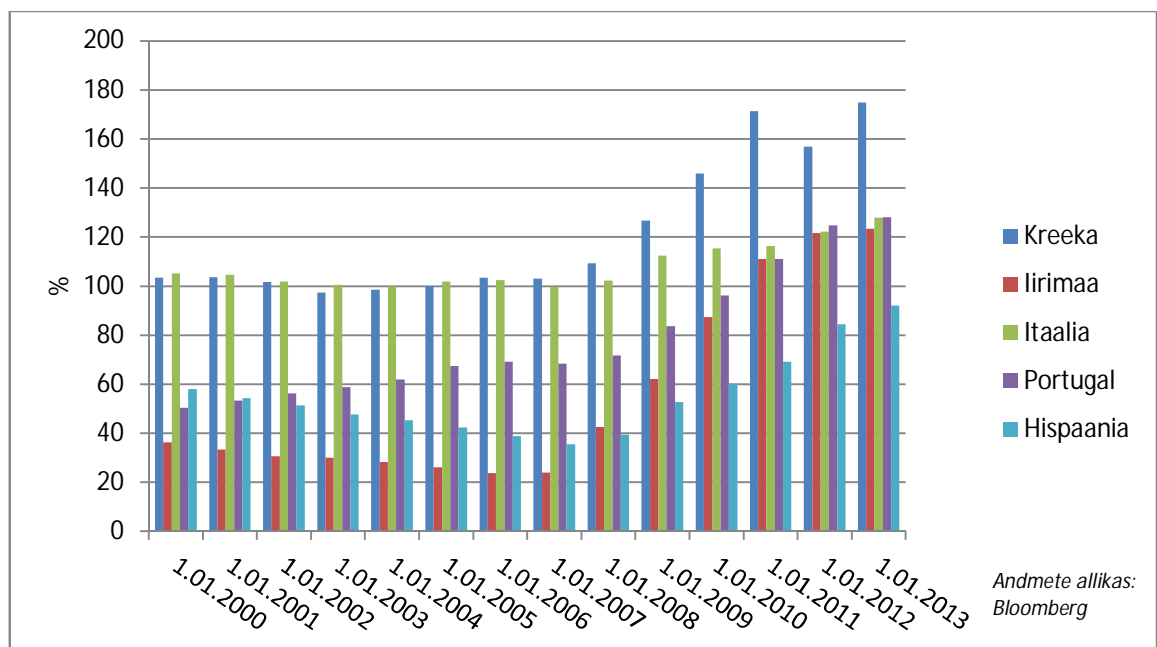
Oluline on märkida, et kaotajate ja võitjate suur kontsentratsioon riikide kaupa on ohuks euroala ühtsusele. Tekib riikide vaheline erisus ning väheneb motivatsioon suurendada sääste ja vähendada võlgu. Laenamise suurendamine (ja säästude vähenemine) ei ole aga abiks võlakriisi lahendamisel. Tekib vastupidine initsiatiiv rohkem laenata ja vähem säästa, sest ülelaenamise probleemi üritatakse lahendada madalamate intressimääradega, mis omakorda soodustavad laenamist.

Tarbijad kaotasid teatud perioodi jooksul ka tänu tõusvatele toormehindadele, mis tulenesid USA keskpanga varaostu (QE) programmist ja madalate intressimäärade tõttu põhjustatud investorite kõrgema tulususega varade otsingust. Näiteks tõusid toormehinnad nagu nafta ja toiduained 2009. aasta algusest kuni 2010. aasta lõpuni väga kiiresti. Suurbritannias (nagu ka euroalal) vähendas tarbijate ostujõudu veelgi kiirenev inflatsioon (mis küll hiljem oluliselt vaibus) ja valuuta nõrgenemine. (Elliott, 2012) Loomulikult tuleb ka märkida, et inflatsiooni aeglustumine alates 2012. aastast kuni praeguseni on tarbijate olukorda, eriti kriisiriikides, oluliselt leevendanud (vt **Joonis 3: Inflatsiooni muutus a/a**). Graafikult on näha viimaste aastate jooksul suurt kõneainet pakkunud deflatsiooni pidevat süvenemist, mis on võimaldanud euroala keskpankade süsteemil jätkata rahapoliitika leevendamist kuni praeguse ajani.

Märkimist väärib ka asjaolu, et arenevate turgude valuutad muutusid kallimaks võrreldes dollari ja naelsterlingiga tänu varaostuprogrammile ja madalatele intressimääradele, mis vähendasid arenenud turgude kaupade hindu võrreldes arenevate turgude kaupade hinnaga. See muutis arenevate turgude ekspordi vähem konkurentsivõimeliseks. (Elliott, 2012) Kuivõrd praegune EKP varaostuprogramm pigem parandab euroala riikide ekspordi konkurentsivõimet ja muudab impordi kallimaks, siis valuutade mõju siinkohal pikemalt ei analüüsita. Siiski võib lisada, et kriisiriikide jooksevkontode muutumine positiivseks võttis aega 3-4 aastat alates kriisi algusest (vt **Joonis 5: Kriisiriikide jooksevkontod**), kas valuuta nõrgendamine madalate intressimääradega ja abiprogrammidega ning oluliselt hiljem rakendatud varaostuprogramm oli piisavalt kiire ja efektiivne lahendus arvestades kriisiriikide olukorda on võimalik uurimisteema tulevikuks.

Sarnaseid kokkuvõtteid madalate intressimäärade kaotajate ja ka võitjate kohta on varemgi tehtud (Elliott, 2012) ja (Belke, 2013), kuid kokkuvõttes peab rõhutama mõjusid euroalale. Vaadates väljatoodud uurimistööde tulemusi on madalate intressimäärade kasu ja kahju jaotunud riikide kaupa ehk on toimunud killustumine riikide tasandil. Samuti võivad tootluse otsingud lõppeda riskide alahindamisega ja paljude investorite hilisema kaotusega.

Kuigi kõikide nende kaotajate ja võitjate üle võib vastuolulisi argumente leida, siis üks huvitav kaotus on poliitiline soov reforme teha (Boone, et al., 2010). Kriisiriigid ei suurendanud reforme ega vähendanud abiprogrammide ja madalate intressimäärade tagajärjel oma võlga, vaid see on veelgi suurenenud, kui võrrelda kriisiriikide võla/SKP suhet, siis see on peale kriisi kasvanud (**Joonis 6: Kriisiriikide võla/SKP suhe**).



**Joonis 6:** Kriisiriikide võla/SKP suhe

Peamine kasvu põhjus on lisaks võlgade samaks jäämisele või kasvamisele ka SKP langus, mida põhjustasid kriisi lahendamiseks välja pakutud kasinusmeetmed (vt **Joonis 4: Kriisiriikide SKP muutus a/a**). Samuti mõningane võla suurenemine seoses

abiprogrammide vastuvõtmisega. Kui vaadata võla/SKP suhet kui võimalikku võla tagasimaksmise indikaatorit, siis see ei ole veel hakanud oluliselt paremaks muutuma.

Eelnevalt toodud näited illustreerivad investorite käitumise muutumist vastavalt intressimääradele. Samuti võib välja tuua kolm põhilist otsest kaotajat madalatest intressimääradest pensionifondid, kindlustuse sektor ja säästjad. Lisaks tekib kaudne moraalirisk, sest soov reforme teha väheneb oluliselt. Graafikutelt on näha, et muutused võtavad rohkem aega, sest pankrottide edasilükkamise tõttu pole ühiskonnas vajalik niivõrd kiiresti reforme teostada. Positiivse poole pealt võidavad kindlasti laenajad ja suurtes võlgades olevad ettevõtted ja institutsioonid. Samuti säilib väga suur osa ettevõtetest ja institutsioonidest, kes ei pea võla tõttu pankrotti minema ehk ühiskond on stabiilsem, sest muutused toimuvad aeglasemalt.

Võttes kokku eelnevalt kirjeldatud kriiside pideva kordumise ajaloost ja võimalikud riskid madalatest intressimääradest, millest on saanud üks kriisilahendusmehhanism, võib spekuloida, et järgmise kriisi puhkedes on vaja uusi meetmeid kriisi lahendamiseks. Uute meetmete üheks osaks võiksid saada eurovõlakirjad, mistõttu nende uurimine on praegu piisavalt aktuaalne. Kriisi ohjamiseks võeti vastu ka hulgaliselt muid meetmeid, ülevaade peamistest jagatud riskidega programmide suurusel on toodud järgmises peatükis.

## **1.6 Erinevad abiprogrammid**

Kui vaadata võrdluseks mõningate euroala kriisi lahendamise meetmete suuruse ja arvestada, et üldjuhul on kriisi lahendamise jaoks vastu võetud meetmete riskid jagatud ning kriisi süvenemisel riskide jagamine kasvab, siis võib seda kasutada kui argumenti, mis toetab eurovõlakirjade loomist. Nimelt on eurovõlakirjades riskid samuti riikide vahel jagatud, kuid on see on algusest peale investoritele ja avalikkusele selge. Selgus on aga väärtus sellises olukorras, kus investorid võivad vabalt otsustada oma investeeringute paigutamise üle.

Ühe kriisilahendusinstitutsiooni Euroopa Finantsstabiilsuse Fondi ehk EFSFi suurus on hetkel 174,6 miljardit eurot ning kuigi see ei saa enam uusi laene välja anda (Lending

operations ... 2015), on riskide realiseerumisel võimalik kulude suurenemine. Liikmesriigid on garanteerinud selle institutsiooni võla 165% ulatuses ja võtavad sellega seoses enda peale lisaks laenude põhiosa tagamisele ka võimaliku EFSFi võlakirjade intressi suurenemise tulevikus (EFSFi võlakirjade põhiosa esimene tagasimakse algab 2022 aastal ja lõpeb 2054 aastal). EFSFi võib töös edaspidi kirjeldatud ekspertarvamusele tuginedes tinglikult nimetada Iirimaa, Kreeka ja Portugali võlakirjaks, mis on garanteeritud kõikide liikmesriikide poolt. Kuivõrd EFSF kasutab lühiajalisi turul kauplevaid võlakirju, et finantseerida pikaajalisi kohustusi, siis on võimalik, et mingil hetkel tulevikus intressid tõusevad ja suurendavad sellega kulutusi liikmesriikidele.

Teine institutsioon, mis on juba olemas ja mille kaudu riske jagatakse on Euroopa Stabiilsusmehhanism ESM. See institutsioon võib lisaks laenude andmisele riikidele osta kokku valitsuse võlakirju esmaselt ja järelturult. Selle institutsiooni maksimaalne laenu andmise maht on 500 miljardit eurot, millest on võimalik veel välja anda kuni 450 miljardit eurot (Lending capacity ... 2015) ehk kogu maht ei ole hetkel kasutuses. Tagatiseks on samuti euroala liikmesriikide vahel ära jaotatud vastutus märgitud sisse makstud kapitali näol summas 704,8 miljardit eurot, millest 80,55 miljardit on sisse makstud ja 624,3 miljardit väljanõutav liikmesriikide käest 7 päeva jooksul. Käesoleva töö raames ei ole oluline EFSFi ja ESMi täpsem võrdlemine, pigem on oluline kahe programmi võimalik kogumaht, milleks on ligikaudu 680 miljardit eurot ja mille riskid on jagatud kõikide euroala riikide vahel (va programmides osalevad riigid).

Siia juurde tuleb veel kogu Euroopa Liitu hõlmav EFSM (*Euroopa finantsstabiilsuse mehhanism, inglise k. European Financial Stabilisation Mechanism*), mille mahuks on 60 miljardit eurot ja mille tagatiseks on Euroopa Liidu eelarve (*European Financial Stabilisation Mechanism ... 2014*).

Erinevate programmide juurde võib tinglikult lisada keskpanga tegevuse. Tuginedes käesoleva töö empiirilise osa ekspertarvamusele on nii madalad intressimäärad kui ka mittestandardised rahapoliitilised meetmed (väärtpapierituruprogramm, inglise k. *SMP - Securities Market Programme*; rahapoliitiliste otsetehingute programm, *OMT - Outright Monetary Transactions*; avaliku sektori varaostuprogramm, *PSPP - Public Sector Purchase Programme* jt) vastu võetud kriisi leevendamiseks (inflatsiooni tõstmiseks).

Samuti saab nende kulu ligikaudu hinnata. Jättes kõrvale madalatest intressimääradest põhjustatud võimalikud kaotused, sest madalatest intressimääradest oli ka võitjaid, on peamiseks programmideks SMP, PSPP ja OMT. SMP suurus on 141 miljardit eurot, PSPP suurus on 60 miljardit kuus kuni septembrini 2016 (kokku 1,1 triljonit eurot) ja OMT on piiramatult suurusega (Open market operations ... 2015). Kuigi keskpanga PSPP programm on ametlikult ~80% ulatuses mittejagatud riskidega, siis reaalselt tähendab ühise raha ja keskpankade süsteemiga euroala jaoks riskide mittejagamise seda, et ühe liikmesriigi pankrotistumisel saab kõige rohkem kahju rahvuslik keskpank. Juhul kui rahvuslik keskpank ei saa tegutseda negatiivse omakapitaliga, siis on võimalik ainult euroalast lahkumine või ikkagi kulude jagamine. (Buiter, 2015) Euroalast lahkumise korral ei saa aga kindlustada keskpankade maksesüsteemi TARGETi kaudu tekkinud konto puudujääkide ja ülejääkide hilisemat tasakaalustamist. Kui tekkinud olukorra tõttu peaksid kõik kriisiriigid euroalalt lahkuma, siis võib jääda teiste riikide kanda kuni ~450 miljardi suurune puudujääk, mida hiljem ei tasakaalustata (vt **Joonis 9**: Target 2 kontojääk).

Seega võib keskpanga meetmeid arvata kriisilahendusmehhanismide hulka nende kogu ulatuses, sest riskide mittejagamise ühtse raha ja maksesüsteemide tingimuses on pigem teoreetiline. Lihtsustatud analüüsi tulemusena on riskide jagamise suurus alates ~1,5 triljonist kuni võimaliku piiramatult mahuni tulevikus, sest käesolevaks hetkeks on välja lubatud piiramatult mahuga OMT programm ning ei ole teada, kui suuri programme võidakse ette võtta järgmise kriisi lahendamiseks.

Võrdluseks oli näiteks Kreeka koguvõlg Eurostati andmetel 2013 aastal 320 miljardit eurot, Iirimaa 215 miljardit ja Portugalis 219 miljardit. Suuremates (kriisi-) riikides, Itaalias ja Hispaanias, kus tõsiste probleemide esinemise korral praegu kasutusel olevatest programmidest ilmselt ei piisaks, on koguvõlg vastavalt 2 ja 1 triljonit eurot.

Seega võib praeguses olukorras öelda, et piiratud kriisiriikide võlakirjad on juba olemas ja nende mahu suurusjärk on võrreldav kriisiriikide koguvõlaga.

Teooria kokkuvõtteks võib eurovõlakirjade rakendamisel arvestada järgmiste asjaoludega:

- Kriisid on pidevad ja võivad tekkida isegi siis kui riigid teevad päästeplaane või hakkavad väljastama ühiseid võlakirju
- Madalad intressimäärad pigem soodustavad suuremat laenamist ja riikide distsipliin nende kehtimisel ei parane, isegi kriisi ajal
- Madalad intressimäärad mõjutavad investorite käitumist ja võivad soodustada ebaratsionaalset käitumist, eriti kui vähendada võimalikke stressiindikaatoreid (riiklike võlakirjade intresside kui riskitaseme alumise piiri kadumine tänu kriisi lahendamise seotud programmidele)
- Uues muutunud olukorras on läbi abiprogrammide ja garantiide riskid varasemast enam jaotunud
- Järgmise kriisi puhkedes võivad eurovõlakirjad taas aktuaalseks muutuda
- Ekspertarvamusi kasutades saab testida erinevate eurovõlakirja skeemide kasutamise võimalusi praeguses oluliselt muutunud turu olukorras

## 2 EKPERTIDE HINNANGUD EUROVÕLAKIRJADE PROGRAMMILE

### 2.1 Töö metoodika: intervjuud

Eelnevalt kirjeldatud küsitlused *primary dealer*-ite (esmasvahendajate) vahel on väga hea viis kuidas haarata nii praegust olukorda turul toimuvast, kasutades ära turul aktiivselt kauplevate inimeste teadmisi ja pikaajalisi kogemusi ning testida nende peal erinevaid võimalikke teoreetilisi eurovõlakirjade kontseptsioone. Samas tähendab selline lähenemine väga paljude eelduste tegemist ja seejärel ekspertide käest küsimist, milline on kõige parem variant. Nimetatud töös ei arvestanud enamik esmasvahendajad paljude eeldustega ning hindasid ja võrdlesid eurovõlakirjade variante üldisemalt (A Common European Government Bond ... 2008). Näiteks muutis erinevate instrumentide hinna hindamise keeruliseks asjaolu, et töös kirjeldatud garantiifondi suurust ei täpsustatud. Samuti pidasid peaaegu kõik vastanud, et tähtis oleks kogu instrumendi struktuuri teadmine, enne kui seda hinnata.

Seetõttu kasutatakse käesolevas töös intervjuu vormi ning üritatakse läheneda probleemile üldisemalt. Käesoleva töö raames tehtud intervjuud lähenevad eurovõlakirjade teemale võlakriisi kontekstis ja annavad intervjuueeritavale vabaduse pakkuda eurovõlakirjade struktuur või koguni põhjendada miks eurovõlakirjad ja erinevad lahendused ei ole praegusel ajal või tulevikus võimalikud. Samuti uuritakse praegust euroala võlakirjaturu muutunud olukorda ning kirjeldatakse probleemseid kohti. Kokkuvõtvalt intervjuueeritakse finantsturu eksperte küsimustega, mis on jagatud kolme ossa: võlakirjaturu praegune olukord, võimalik eurovõlakirjade struktuur ja võimalik mõju kriisiriikidele.

Küsimustik on struktureeritud nii, et esimesed viis küsimust koos täpsustustega on sissejuhatavad ja uurivad ekspertide kogemuste ning praegu valitseva olukorra kohta. Kogemuste hulgas uuritakse ka kokkupuudet kriisiga või kriisi lahendamise kohta. Praeguse olukorra kohta uuritakse hinnangut ja seda, kas erinevused riiklike võlakirjade vahel peale kriisi tippu on vähenenud. Küsitakse võrdlust USA-ga ning võimalikke turu eeliseid ja puuduseid. Samuti võlakirjade turu struktuuri muutuse kohta peale kriisi. Järgmised seitse küsimust räägivad eurovõlakirjadest ja sellest, milline võiks olla võlakirjade optimaalne struktuur. Kõigepealt uuritakse kas turu struktuuri muutmine võib aidata kriisi lahendamisele kaasa. Seejärel võlakirjade väljaandmisel rakendatavate võimalike eritingimuste kohta, mis parandavad kogu turu jätkusuutlikkust. Järgnevalt küsitakse riskide jagamise ja selle mõju kohta intressimääradele. Samuti uuritakse automaatse reegli rakendamise kohta, mis piiraks ülelaenamist. Ekspertide käest küsitakse otse, millised võiksid olla eurovõlakirjade eelised ja puudused. Keskmist osa lõpetavad küsimused, mis uurivad, kas oleks võimalik teatud riike programmi koosseisust välja jätta ja võimalike erimeetmete rakendamise kohta kriisiriikidele. Viimased neli küsimust räägivad eurovõlakirjade võimalikust mõjust kriisiriikidele ja erinevatest võimalustest seoses kriisiriikidega. Täpsed intervjuus kasutatud küsimused on välja toodud töö lisas.

Finantsturu ekspertide valikul tuli lähtuda Eesti võimalustest. Teadagi puuduvad Eestis riiklikud võlakirjad, riiklik võlakirjaturg ning sellega kaasnevalt ka esmasvahendajad. Kui arvestada võlakriisi ajal töötamise ja võlakirjaturul kauplemise kogemusega, siis kõige parem ekspertide kogum asub autori hinnangul Eesti Pangas. Nimelt on Eesti Panga portfellihooldurid väga pikaajalise võlakirjaturul kauplemise kogemusega (kuni 22. aastat), samuti on Eesti Panga ekspertidel kogemusi kriisi ajal turul tegutsemise ning kriisimeetmete mõju hindamisega.

Seetõttu intervjueriti antud töö raames Eesti Panga portfellihooldureid ja ühte riskihaldurit ning ühte kommertsbanka eksperti, et näha millised arvamused on valdavad võlakirjadega töötavate inimeste seas. Sellele lisaks intervjueriti teoreetilise poole esindajatest Eesti Panga majandusteadlasi ja eurovõlakirjade ideega varasemalt kokku puutunud Rahandusministeeriumi eksperti.

Lisaeesmärgiks oli leida piirid ja panna paika eeldused, millised võiksid olla eurovõlakirjad, kui neid peaks tulevikus suurema mahuga töö raames näiteks modelleerima. Ilma ekspertide arvamusest võib erinevate eeldustega erinevaid mudeleid küll läbi proovida, kuid kaasamata ekspertide arvamusi on oht, et sellise harjutuse tulemusel saadud järeldused peegeldavad eelnevalt autori poolt seatud eeldusi, mitte reaalsust. Samuti peab realistliku lahendamise tegemisel arvestama praegust olukorda ning investorite meelestatust.

## **2.2 Ekspertide kogemused ja euroala võlakirjaturu praegune olukord**

### **2.2.1 Ekspertide kogemused**

Eksperte küsitleti lisa toodud (lk 75) küsimustiku järgi, iga küsimuse kohta on toodud kokkuvõtte, mis on koostatud kõikide ekspertide arvamusi arvestades. Seoses ekspertide anonüümseks jäämisele on iga intervjuu tähistatud nime asemel tähistatud juhuslikult valitud tähe (O, E, A, F, L, M, T, P, R ja V) ja intervjuu tegemise kuupäevaga. Autori hinnangul aitab anonüümsus intervjueritavatel vabamalt rääkida ning ei tekita rõhku jääda näiteks asutuse ametliku arvamuse juurde.

Kokku küsitleti 10 finantseksperdi, kellest seitsmel oli vähemalt 10 aastane töökogemus finantsi või majanduse valdkonnas. Kõik intervjuus osalenud eksperdid olid vähemalt kolmeaastase töökogemusega. Kõik intervjuus osalenud eksperdid olid kõrgharidusega, kusjuures kahel oli doktorikraad (F, 2015), (L, 2015) ja üks oli doktorant (P, 2015).

Viis küsitletud eksperti töötasid intervjuerimise hetkel portfelli-halduritena (O, 2015), (E, 2014), (F, 2015), (V, 2015), (A, 2015) ja üks riskihaldurina keskpangas (R, 2015), üks pensionifondide portfelli-haldurina kommertspangas (T, 2015). Seega töötasid seitse eksperti finantsvaldkonnas igapäevaselt turgudega, teadsid väga hästi hetkeolukorda ja rakendasid oma teadmisi, et teenida otseselt tulu või osaleda otsustamises, mis võlakirju ostetakse portfelli.

Kolm eksperti esindasid teoreetilist poolt ja ei otsustanud otseselt, mis võlakirju ostetakse portfelli. Nendest kaks olid ökonomistid keskpangas (P, 2015), (L, 2015) ja üks finantspoliitikaga tegelev asekancler Rahandusministeeriumis (M, 2015). Kusjuures nõustasid mõlemad ökonomistid Eesti Panga presidenti otsuse tegemisel ehk olid Euroopa Keskpanga (EKP) peamise otsustava organi EKP nõukogu ühe liikme nõuandjad. Mõjutasid seega otseselt Eesti Panga seisukohta rahapoliitiliste otsuste tegemisel ja kaudselt seda, milliseid võlakirju ostetakse rahapoliitika tegemise eesmärgil keskpanga portfelli. Märkimisväärne on veel ühe ökonomisti liikmelisus MPC-s (inglise k. *Monetary Policy Committee*) ja rahandusministeeriumi eksperdi osalus ELi majandus- ja rahanduskomitees (*Economic and Financial Committee, EFC*), milles koordineeritakse majandus- ja fiskaalpoliitikat Euroopa Liidu tasandil.

Ekspertide kogemus oli töö eesmärkidest lähtuvalt piisav, praktilised ja teoreetilised teadmised väga head ja kõik olid oma tööga seoses kokku puutunud euroala võlakirjaturu ja selle eripäradega.

## **2.2.2 Ekspertide kokkupuude võlakirjakriisiga**

Kriisi algusajal ei olnud Eesti veel euroalal, seetõttu oli mitme eksperdi kokkupuude kriisi algusega küllaltki piiratud, sest Eesti ei osalenud veel kriisi lahendamise programmides (O, 2015), (P, 2015). Alates 2010. aasta keskpaigast oli Eesti Pangas (EP) töötavatel ekspertidel võimalik euroala infole ligi pääseda, alates 2011. aastast osales EP president juba istungitel ja otsuste tegemisel (P, 2015). Võlakirjaturgudega tegelevaid portfelli haldureid puudutas kriis otseselt tänu võlakirjahindade suurtele liikumistele. Tinglikult võib kriisi leevendamise panusena võtta portfelli haldurite otsust, mitte müüa kriisi tipphetkedel ehk kukkumist mitte suurendada (F, 2015). Kriisi ajal toimus ka spekulatsioon Eestis krooni vastu, mille vastu tuli samuti meetmeid ette võtta. Eestit puudutas kriis veel niipalju, et arvati, et Balti turud kukuvad kokku. (A, 2015)

Otsene panus kriisi leevendamiseks toimus rohkem peale Eesti asumist euroalale, kui toimus kriisi lahendamine läbi euroala rahapoliitika (ühaks EKP kriisilahendamise

meetmeks oli näiteks *SMP – Securities Market Programme*) (F, 2015), aga ka näiteks tagatisvarade raamistiku muutmises osalemine (O, 2015).

Üks ekspert arvab, et kriis sai alguse USA-st ja Euroopa Keskpank (EKP) reageeris liiga aeglaselt. Kriisi liikumisel euroalale ehk kriisi alguses tõstis EKP veel intresse, kui USA Föderaalreserv neid juba langetas (A, 2015). Kuigi kokkupuude kriisi algusega oli erinev, siis kriisi järelmõjudega puutusid kõik intervjueeritavad kokku.

### **2.2.3 Praegu valitsev olukord euroala võlakirjade turul ja turu killustatus**

Kuigi võlakirjaturul on kriisiriikide intressivahed võrreldes Saksamaaga langenud (vt **Joonis 1**), siis paljud eksperdid arvavad, et fundamentaalselt on ühes või mitmes riigis olukord hullemaks läinud (P, 2015), (F, 2015), (L, 2015), (T, 2015). Turu sõltuvus EKP meetmetest on suurenenud ja see moonutab turgu (O, 2015). Turu moonutamine on tingitud kahest asjaolust, nimelt ostab keskpank otse turult suurel hulgal võlakirju ja teised investorid otsivad samal ajal oma rahale suuremat tootlikkust („*search for yield*“). Seetõttu on intressid olulised madalamal tasemel, kui nad peaksid olema arvestades riigi riske või täpsemalt riigi maksevõimet. (V, 2015) Teiste sõnadega on võlakirjad ülehinnatud ja keskpankade ostuprogrammi (inglise k PSPP - *Public Sector Purchase Programme*) lõppedes võib kriis uuesti puhkeda (O, 2015), (L, 2015). Turul on keskpanga põhjustatud kunstlikkus ja turujõudude mõjud on väga väikesed, teatud mõttes turg puudub, sest likviidsus on küllaltki väike (T, 2015) ning keskpankadel on väga oluline roll (F, 2015).

Enamik ekspertidest on arvamusel, et turu killustatus on fundamentaalseid majandusnäitajaid vaadates suurenenud, aga tehniliselt, valitsuse võlakirjade intresse ja turu likviidsust vaadates, vähenenud (O, 2015), (A, 2015), (F, 2015), (V, 2015), (T, 2015), (P, 2015). Kriisi puhkemisel olid kriisiriikide võlakirjad küllaltki ebalikviidsed, nüüdseks on fundamentaalselt ja võlakirjade turgu vaadates probleemseks riigiks jäänud vaid Kreeka (P, 2015), (L, 2015), (A, 2015), (F, 2015). Võlakirja intresside vahelised proportsioonid on ühe ökonomisti hinnangul õiged, sest keskpankade programmidega ei saa võlakirjaintresside „mõõdupuud“ sisuliselt nihutada, saab ainult kõikide intresside

taset muuta, mitte riikidevahelisi suhteid (P, 2015). Pigem esines anomaalia enne kriisi, kui kõikide riikide intressid ühtlustusid ja euroala vaadati kui ühtset tervikut (P, 2015).

Samuti esines arvamus, et mitte turg pole killustunud erinevate riikide vahel, vaid riikide poliitikad on erinevad. Täpsemalt oleneb riigist väga palju, eriti kui rahanduspoliitikad on erinevad. Ekspertarvamuse kohaselt majandusnäitajad konvergeeruvad tulevikus ja riigid muutuvad makronäitajate poolest sarnasemaks. Samas nenditakse, et finantseerimise tingimused on hetkel ettevõtetele erinevad, olenevalt sellest, mis euroala riigis ettevõtte tegutseb. Kui intresside ja võlakirjaturgude erinevusi vähendada programmidega, nagu see praegu toimub, siis see soodustab erinevusi rahanduspoliitikas, sest turu surve kaob ära ja turutingimusi ei arvestata poliitiliste otsuste tegemisel. (P, 2015) Seega kui muuta riikide olukord ettevõtete jaoks sarnasemaks ehk ühtlustada intressimäärasid, siis suurenevad riikide vahelised fundamentaalsed erinevused tänu rahanduspoliitika erinevuste soodustamisele. Üks portfellihaldur arvas, et seoses negatiivsete intressimääradega ei ole euroala võlakirja intressidel enam võimalik oluliselt alaneda (A, 2015).

Kui mitmed portfellihaldurid mainivad keskpanga reaalselt ostuprogrammi, kui peamist mõjutajat (V, 2015), (O, 2015), siis ökonomistid tulevad meelde, et keskpanga president Draghi lubas 2012 aastal teha ükskõik mida („*whatever it takes*“), et päästa euro (P, 2015). Samuti tuuakse ökonomistide poolt välja OMT (*Outright monetary transactions*) programmi, kui positiivset mõjutajat (L, 2015), (P, 2015). Tegemist on SMP järel loodud piiramatu mahuga programmiga, mida pole veel kasutatud, kuid mille olemasolu teatamine avaldas turgudele olulist mõju.

Kokkuvõtvalt võib euroala kriisilahendusmeetmed suures plaanis jagada kahte rühma, ühelt poolt keskpanga tegevus turgudel ja teiselt poolt erinevad abiprogrammid. Majanduse fundamentaalset poolt vaadates on ekspertide arvamus kohaselt olukord hullemaks läinud ehk erinevad kriisilahendusmeetmed ei ole olnud piisavalt edukad. Fundamentaalne majanduslik killustatus on samuti suurenenud. See toetab mõnevõrra eurovõlakirjade ideed, kui alternatiivset võlakriisi lahendust. Eelnevalt kirjeldatud uurimistödest on teada, et ühised võlakirjad aitavad finantsintegratsiooni suurendada ja vähendada riigispetsiifilisi riske. Kui majanduslik olukord erineb riikide tasandil kohati

rohkem, kui see oli enne kriisi, siis võib ühistest võlakirjadest kasu tulla just valitsuse ja erasektori finantseerimistingimuste ühtlustamisest. Vastasel korral võivad raskustes olevate riikide kalli finantseerimise tulemusel raskustes majandused veelgi enam teistest riikidest maha jääda.

Tehniliselt ehk võlakirja intressivahesid vaadates on esmapilgul olukord parem, sest riikidevaheline intressitasemete erinevus on vähenenud. Samas on see tingitud EKP eelnevate ja praegu käimasolevate programmide mõjust (nagu näiteks PSPP) ja madalast (negatiivsest) deposiidi intressimäärast ning investorite poolsest intresside otsingust („*search for yield*“). Seetõttu on kriisiriikide intressid madalamad kui need oleksid juhul, kui võetaks täielikult arvesse riikide riskide ja nende maksevõimet. Keskpanga ostuprogrammi lõppedes on ekspertide hinnangul väga suur tõenäosus, et kriis algab uuesti. Võlakirjad on hetkel tugevalt ülehinnatud ja turul on suur kunstlikkus, kogu turu likviidsus on väike ja domineerib üks suur tegija. Positiivse poole pealt on kogu võlakirjaturu likviidsus ühtlasem, võrreldes kriisi tipuga, kui kriisiriikide likviidsus järsult ära kadus. Ökonomistide hinnangul on lisaks reaalsele meetmetele suur mõju olnud ka EKP presidendi väljaütlemistel, milles lubatakse vahendeid valimata euro päästa („*whatever it takes*“) ja piiramatul mahul OMT programm, mida pole veel rakendatud. Samas kui keskpank peaks kogu euroala inflatsiooniga arvestama ning selle tõustes võib keskpank olla sunnitud oma programme lõpetama. Seega on praegu tegemist ajutise lahendusega, mis ei saa kaua kesta, samas kui näiteks ühised võlakirjad võiksid olla samm püsiva lahenduse suunas.

#### **2.2.4 Euroala võlakirjaturg võrreldes USA-ga, selle eelised ja puudused**

USA võlakirjaturgu võib vaadata võimaliku euroala ühise võlakirjaturu eeskujuna, samuti on dollar ja euro reservvaluutadena maailmas konkureerival positsioonidel. Seetõttu uuriti ekspertide käest, kuidas on praegune euroala võlakirjaturg võrreldav USA võlakirjaturuga.

Mõned eksperdid viitasid sellele, et otseselt pole need kaks turgu võrreldavad, sest enne ühise fiskaalpoliitika tegemise on ühised eurovõlakirjad ainult teoreetiliselt võimalikud (E, 2014), (M, 2015), (R, 2015). Praegust turu olukorda hinnatakse paremaks, kui

arvestada, et euroala on riikide kogum ja USA üks riik (P, 2015). USA-s on ühine fiskaalpoliitika, mille algus oli ajalooliselt samuti problemaatiline, seoses teatud õiguste võtmisega osariikidelt (M, 2015). Üldiselt tuli enamike intervjuude käigus välja, et eksperdid pole rahul eurovõlakirjadega, kui ei eeldata ühist fiskaalpoliitikat. Samas pakuti välja ka võimalus, et enne on vaja eurovõlakirju, kui saab ühist fiskaalpoliitikat teostada. Autori arvates on praegusel ajal päästeplaanide abil riskid jaotatud sarnaselt eurovõlakirjadele ning seda on tehtud ilma ühise fiskaalpoliitikata. Seega on võimalik, et esimesed sammud on juba astunud, kuid need pole veel niivõrd selged ja üldaktsepteeritavad.

Tinglikult võib vaadata ühise fiskaalpoliitika puudumist euroala võlakirjaturu puudusena (R, 2015). See on puudus juhul, kui vaadata euroala turgu kui ühtset tervikut ja arvestada töö kirjutamise hetkel valitsevat olukorda, kus riikide tasandil toimub küll mõningane koordineerimine, kuid konkreetsete reeglite kehtestamine ja järgimine on jätkuvalt raske.

Turu killustatus on investori seiskohast probleemiks, kuivõrd suur rahvusvaheline investor ei lähe ekspertarvamuse kohaselt näiteks sellisele turule nagu Portugal. See on ka üks põhjustest, miks kriisi ajal turg ära kadus. Madal likviidsus esines isegi suurte riikide turgudel nagu Hispaania ja Itaalia. (A, 2015) Seega, kui praeguse hetke suur moonutus PSPP poolt kõrvale jätta, on tavaliselt kriisiriikide võlakirjaturg vähem likviidsem ja kogu turg killustatum, mis on oluline näitaja rahvusvaheliste investorite jaoks. Samuti ei tohi paljud institutsionaalsed portfelliinid osta näiteks programmiriikide võlakirju. Investeeritavate ja likviidsemate turgude hulka euroala sees kuuluvad näiteks Saksamaa, Austria ja Prantsusmaa (A, 2015).

Kuigi tervikuna on turu suurus võrreldav USA turuga, siis erinevad osad on erineva väärtusega. See on küll hea, kui investoril on valida erineva kvaliteediga võlakirjade vahel ja erineva tulususe vahel (R, 2015). Samas, kui mitu riiki saab abiprogramme ja on käimas üldine ostuprogramm, siis on küllaltki raske hinnata, millised peaksid olema õiglased intressierinevused erinevate riikide vahel (V, 2015). Nagu sama intervjuueeritav mainis:

*„Kas tegemist on ühise euroala võlaga, mis õigustaks väga väikesi intressierinevusi riikide vahel või on tegemist siiski erinevate riikide võlakirjadega, mille eest kannab vastutust ainult emitent, mis tähendaks praegusest palju suuremaid spreede [intressivaheid]?” (V, 2015).*

Sama eksperdi arvamuse kohaselt on investorid omaks võtnud teadmise, et riigil ei lasta pankrotti minna ehk tegemist on euroala ühise võlaga. Kas see ka pikemas perspektiivis paika peab, seda näevad investorid aga alles tulevikus. Kokkuvõtvalt on USA turul palju selgem olukord ja see on väärtus, mille eest investorid on nõus rohkem maksma (F, 2015). Selguse argument pigem toetab eurovõlakirjade loomist, sest erinevad tingimuslikud abiprogrammid ja keskpanga tegevus, mis sõltub otseselt inflatsioonist, vähendavad küll intressivaheid kuid muudavad õiglase taseme hindamise raskemaks.

Lisaks mainiti USA võlakirjaturu suuremat likviidsust seoses dollari reservvaluuta staatusega (O, 2015). Kuigi hetkel on likviidsus vähenenud seoses keskpankade programmidega (A, 2015). Samuti seda, et USA-s on kohalikel omavalitsustel võimalik võlga välja anda ning samuti on aktiivne hüpoteegiga tagatud väärtpaberite (inglise k mortgage backed securities, *MBS*-i) turg (F, 2015). Seega võttes eeskujuks USA võlakirjaturgu ei segaks euroala võlakirjad kohalikel omavalitsustel ja linnadel võla väljaandmist samal kujul nagu see on seni toimunud. Tähtsaks võib pidada suurema võlakirjaturuga kaasnevat euro kasutamise suurenemist ja sellega seoses dollarile, kui maailma reservvaluutale, võrdväärse alternatiivi pakkumises.

Turu seisukohast oleks ilmselt hea USA poole liikuda, kuid majanduse mõttes ei pruugi see nii olla, sest euroala sees on väga raske kokku leppida (L, 2015). Arvatakse, et börs ja avalik rahastamine on rohkem anglo-ameerika süsteem. Euroalal on ikkagi põhilised pangad. Riiklike võlakirjade tasandil on börsid vähe arenenud. (P, 2015) Koos eelnevalt teoorias osas toodud väidetega (vt ptk 1.3), et ühised võlakirjad aitavad parandada finantsstabiilsust, sest vähendavad riikide ja pankade vahelisi sõltuvusi, võib börside arendamine ja sellega seotud avaliku raha kaasamine olla üks mõjuv põhjus, miks eurovõlakirju tasub arendada.

Erasektori ekspert mainis veel, et pankade likviidsusnõuded rikuvad valitsuse võlakirjade intressikurvi ära. See vähendab omakorda likviidsust. Turu seisukohast on

peamiseks takistuseks pankade regulatsioonid ja seadused. See tekitab hinnatundmatu nõudluse. (T, 2015) Hinnatundmatu nõudluse all mõeldi nõudlust, mis ei sõltu hinnast, isegi näiteks juhul, kui intressimäärad muutuvad negatiivseks ostetakse valitsuse võlakirju edasi.

Kokkuvõtteks on intervjuude käigus välja tulnud praeguse võlakirjaturu eelised ja puudused võrreldes USA-ga toodud **Tabel 1**: Euroala võlakirjaturu eelised ja puudused.

**Tabel 1:** Euroala võlakirjaturu eelised ja puudused

Eelised	Puudused
Ilma ühise fiskaalpoliitikata on ilmselt parim võimalik lahendus	Rahvusvaheline investor ei lähe kriisiriikide võlakirjaturgudele või on koguni keelatud investeerida programmiriikide turgudele
Tervikuna on turu suurus võrreldav USA turuga ja investoril on valikuvõimalus erineva kvaliteedi ja tulususega riikide vahel	Praegustes tingimustes on raske hinnata võlakirjade õiglast väärtust, arvestades abiprogrammide ja keskpanga ostuprogrammiga
	Raske hinnata, millised peaksid olema õiged intressierinevused riikide vahel
	Ebaselge olukord riskide jagamisega riikide vahel
	Hinnatundmatu nõudlus tänu pankade regulatsioonidele
	Riiklike võlakirjade tasandil on börsid vähem arenenud

### 2.2.5 Euroala võlakirjade turu struktuuri muutus peale kriisi

Turu struktuuri osas on enamik eksperte arvamisel, et see on muutunud (M, 2015), (F, 2015), (L, 2015). Need, kes ei arva, et struktuur on oluliselt muutunud toovad siiski välja oluliselt muutunud tootlused ja hinnad (V, 2015). Nimelt on kvaliteetsetel (inglise k nn *core* või tuumik-) riikidel lühema ja keskmise kestusega võlakirjade tootlused läinud negatiivseks (R, 2015), see tähendab, et võlakirju ostetakse kallima hinna eest, kui nende eluea jooksul saadav nominaalne tulu. Pikema tähtajaga võlakirjade tootlus on ajalooliselt ülimalt madal.

Mittetuumikriikide (inglise keelne *non-core*) või perifeeriariikide võlakirjaturgude likviidsus on vahetult peale kriisi tippu oluliselt paranenud tingituna mitmest erinevast programmist (O, 2015). Samas on likviidsus kõikidel turgudel siiski viimasel ajal vähenenud (F, 2015). Struktuurist rääkides mainivadki mitmed eksperdid pigem lisandunud abiprogramme (A, 2015), (L, 2015), (P, 2015), (T, 2015), mida kirjeldati pikemalt teooria osas (ptk 1.6).

*„Lühiajaliselt programmid leevendavad probleeme, sest kui poleks programme, siis oleksid probleemid ka suurtes riikides.“* (A, 2015)

Portfelli haldurid tõdevad, et keskpang on hoidnud ära teatud riikide maksevõimetuse (F, 2015) ja programmid on kriisiaja lahendus ning toimival turul ei tohiks neid olla (A, 2015). Kriisi meetmed ei ole lõplikuks lahenduseks, sest iga riik peab ka ise midagi tegema (A, 2015). Üks ekspert toob välja, et turu struktuur on vähem selge, kui see enne kriisi oli ja mainib keskpanga olulist rolli turgudel (F, 2015). Teine ekspert toob välja võlakirjade hinna määramist investorite poolt, täpsemalt öeldes, kui kriisi ajal vaadati iga riiki eraldi, siis praegu on eeldus, et riikidel ei lasta maksevõimetuks muutuda (V, 2015).

Ökonomistid toovad struktuurist rääkides välja OMT programmi, mis on muutnud turgude tingimusi (L, 2015), (P, 2015). Nimelt on tekkinud võimalus, et euroala keskpang ostab piiramatul määral võlakirju ja see on stabiliseerinud turgude volatiilsust (P, 2015). Rahapoliitika osas on euroala ühtne ja toimub riigi põhine vajaduste arvestamine (näiteks erakordse likviidsusabi, inglise keelne *ELA – emergency liquidity assistance*, kaudu). Leitakse, et fiskaalpoliitikat on oluliselt raskem ühtseks saada, kui näiteks rahapoliitikat ühtlustada. Samuti on praeguste meetmete valguses (PSPP) turgudel müügi poole pealt vaadates likviidsus hea, aga ostmine võib keeruline olla (L, 2015). Varaostuprogramm on oma olemuselt inflatsiooni peenhäälestus. Keskpang ostab riiklike võlakirju ja ühe eksperdi arvates on hea, et pole jõutud täieliku riskide jagamiseni [praegu on jagatud riskidega ~20% ostuprogrammi mahust], muidu oleks varaostuprogramm võrreldav eurovõlakirjaga. (P, 2015) Sellisele järeldusele jõutakse tõenäoliselt seetõttu, et keskpanga süsteemi bilansside kaudu riskide jagamine on teatud mõttes võrreldav valitsuste tasemel riskide jagamisega.

Hetkel käimasolev varaostuprogramm, mis on oluline komponent keskpanga poolt peale kriisi rakendatud programmide ja mis moonutab turu struktuuri käesoleva töö kirjutamise hetkel, teeb ühe ökonomisti arvates teene nendele võlakirjade omanikele, kes tahavad võlakirjadest lahti saada (hinnanguliselt 1/3 kõikidest võlakirja omanikest). Ülejäänutele (hinnanguliselt 2/3), kes eelistavad võlakirju hoida ei ole praegune olukord sugugi hea. (P, 2015) See on tingitud varaostuprogrammi ajal järjest vähenevast likviidsusest, mis võib hiljem kaasa tuua väga suurt volatiilsust. Seetõttu arvab ekspert, et näiteks börsil kaubeldavate fondide (inglise k. *ETF-ide*) ostmine oleks parem (P, 2015). Päästeprogrammide suurima riskina tuuakse välja ohtu, et riigi valitsused hakkavad neid enda huvides ära kasutama, küsides teiste riikide käest rohkem abi, selle asemel, et struktuurseid reforme teha. Lühidalt öeldes on tegemist moraalariskiga (P, 2015), (L, 2015). Volatiilsust stabiliseeris ka eelnevalt mainitud väljaütlemine „*Whatever it takes*“ EKP keskpanga president Draghi poolt (P, 2015). See väljaütlemine leidis laialdast meediatähelepanu<sup>4</sup> ja mõjutas valitsuse võlakirjade intresse ning euro kurssi (Wilson, et al., 2015). Väljaütlemine toimus investeerimiskonverentsil Londonis, konverentsikõnesid öeldud väited ei leia tavapäraselt kajastust rahapoliitika ja investeerimise kontekstis. Struktuurimuutusest rääkides mainiti ka seda, et euroala võlakirjaturul võib olla realiseerunud nn Jaapani stsenaarium (R, 2015).

Kokkuvõtvalt, kui vaadata võlakirjaturu struktuuri muutusi, mis on toimunud peale kriisi, siis peamist tähelepanu pälvivad töö kirjutamise hetkel esinevad negatiivsed intressimäärad. Nimelt on tuumikriikide ja rahvusvaheliste organisatsioonide lühikese ja keskmise kestusega võlakirjade intressid muutunud negatiivseks. Teine oluline muutus on keskpanga tegevus ja päästeprogrammid, mis on olulist rolli mänginud, et ära hoida kõige hullem paanika kriisi ajal. Samas märgitakse, et toimival turul ei tohiks neid enam olla. Keskpanga programmid (PSPP, OMT jm) ning presidendi lubadus („*whatever it takes*“) on kõik olulisel kohal praeguses turu situatsioonis, sest need kõik vähendasid oluliselt volatiilsust kriisi tipus.

---

<sup>4</sup> Näiteks Reutersi 2012. aasta kajastus väljaütlemisest <http://www.reuters.com/article/2012/07/26/us-eurozone-ecb-draghi-idUSBRE86P0HM20120726> ning ka 2015. aastal leiab see väljaütlemine meenutamist finantsuudistes <http://www.ft.com/cms/s/0/f441d624-a21e-11e4-bbb8-00144feab7de.html>

Keskpannga praeguse tegevuse ja teoreetiliste eurovõlakirjade ühine joon on riskide jagamine. Nimelt on 20% varaostuprogrammi riskidest jagatud riiklike keskpankade vahel ja see osa programmist, mis pole jagatud võib muutuda jagatuks, kui riiklikul keskpangal peaks riigi maksevõimetuse korral raskusi tekkima (Buiten, 2015). Kui varaostuprogramm oleks täielikult jagatud, siis võiks seda ühe eksperdi arvates võrrelda eurovõlakirjadega. Kirjanduses leiab väiteid, et kui EKP või rahvuslikud keskpangad ostavad enda bilanssi riiklike võlakirju, siis juhul, kui mõnel keskpangal peaksid tekkima makseraskused, on kõik keskpangad seotud läbi TARGETi maksesüsteemi (Sinn, et al., 2011). Riigi maksejõuetus puudutab riigi keskpanka seetõttu, et esimesena peaks EKP ametliku arvamuse kohaselt rahvusliku keskpanga puudujääki katma selle riigi valitsus, kus antud keskpank asub (Opinion of the European Central Bank ... 2010). Kui valitsus ei suuda seda teha maksejõuetuse tõttu, siis langeb suure tõenäosusega kohustus teiste keskpankade peale, kes võivad sattuda olukorda, kus kogu eurosüsteemi vastu usalduse hoidmiseks peab probleemse keskpanga kahjusid katma.

## **2.3 Eurovõlakirjade võimalik struktuur**

### **2.3.1 Võlakirjaturu struktuuri võimalik muutmise**

Seoses võlakirjaturu struktuuri sellise muutmisega, mis aitaks kaasa kriisi lahendamisele, oli intervjuude käigus tähelepanu liikunud juba eurovõlakirjadele. Pooled ekspertidest arvasid, et võlakirjaturu struktuuri muutmise ja näiteks ühise eurovõlakirja kasutusele võtmine ei aita tegelikult kriisi lahendamisele kaasa (P, 2015), (M, 2015), (V, 2015), (A, 2015), (O, 2015), (R, 2015). Paljudes intervjuudes mainiti takistusena ühise fiskaalpoliitika puudumist (P, 2015), (M, 2015), (R, 2015), (E, 2014), (T, 2015), (O, 2015). Samuti seda, et kriis tekkis mitmete riikide liiga suurest võlakooormast, mitte võlakirjade turu struktuurist ja sellest, et investorid vaatasid enne kriisi euroala kui ühtset tervikut ega pööranud tähelepanu eraldi riikidele (O, 2015). Teiseks tuli esile asjaolu, et Saksamaa saab ise turult tõenäoliselt soodsamatel tingimustel laenu ehk selle suure riigi motivatsioon eurovõlakirjade programmiga liitumiseks on väga madal (O, 2015) ja tõenäoliselt ka poliitiliselt sakslaste jaoks vastuvõetamatu (M, 2015). Nagu ka teistel tuumikriikidel, kes saavad praegu väga

soodsalt laenata, ei ole Saksamaal midagi olulist võita (O, 2015). Toodi välja ka EL alustalade vastu minemist, sest see paneb Põhja-ja Kesk-Euroopa riigid olukorda, kus nende maksumaksjad peavad toetama Lõuna-Euroopa riigi valitsusi (A, 2015). Samuti seda, et eurovõlakirjad lükkaksid kriisiriikide struktuursete reformide tegemist edasi ehk tekiks suur moraalirisk, et ühe riigi võlg kandub teisele riigile (L, 2015), (P, 2015).

Mõned eksperdid pidasid eurovõlakirju võimalikuks (L, 2015) ja olid nõus, et kui eeldada ühist fiskaalpoliitikat, siis aitaksid nad turu struktuuri paremuse poole muuta (T, 2015), (O, 2015). Samas tõdeti, et sellisel juhul muutub võlakirjade struktuuri muutmise üle arutamine väga teoreetiliseks, sest palju oleneb ühise fiskaalpoliitika kujust ja sellest, kui jäigad reeglid on paigas (M, 2015). Kui võrrelda tinglikult USA-d ja euroala riike omavahel, siis USAs on ühine riigieelarve ja fiskaalpoliitika ning euroalal pole riigiülestel institutsioonidel sarnaseid õigusi (F, 2015).

Mitmed eksperdid nõustusid, et tinglikult saab EFSF-i ja muid jagatud vastutusega kriisilahendusmehhanisme nimetada eurovõlakirjadeks (F, 2015), (L, 2015). Seega on testimise mõttes näide juba olemas, kuidas eurovõlakirjad võiksid toimida. Tõenäoliselt oleks kõige lihtsam viis üleeuroopaliste võlakirjade tekitamiseks suurendada olemasolevate programmide garantiisid ja võlakirjade emiteerimise mahtu. (L, 2015)

Üks ekspert pooldas seisukohta, et tuleks soodustada ühtsete standardite arengut erasektoris, sest kui ühisest tegemisest on reaalselt kasu, siis peaks erasektor selle enne valitsust ära tegema. Näiteks toodi euro loomise lugu, mis on samuti erasektoriga seotud. Seega arvab ekspert, et kui mingist instrumendist oleks puudus, siis peaks muutus algama erasektorist. (P, 2015) Teine ekspert arvas, et ühised võlakirjad aitaksid ilmselt leevendada rahastamispingeid (nagu näiteks Kreekas), kuid hetkel pole rahastamine enam enamikule euroala riikidele probleemiks. Pigem on küsimus selles, kuidas saada pikaajalist majanduskasvu, et n.ö võlast välja kasvada. (V, 2015) Kokkuvõtvalt rahastamisküsimuse lahendamise (näiteks ühised võlakirjad) ei lahenda kasvuküsimust, seega ei usu ekspert, et võlakirjaturu struktuuri muutmine kaasa aitaks.

Kokkuvõetult kardetakse ühiste võlakirjade puhul, et turu surve kaob ära ja poliitiliste otsuste tegemisel ei arvestata enam turutingimusi. Samas kui positiivne mõju ettevõtetele läbi ühtlasemate intressimäärade ei kaalu üles erinevusi, mis tekivad

fiskaalpoliitikas. Peaaegu iga intervjuueeritav mainis ühel või teisel kujul peamise takistusena eurovõlakirjade rakendamisel ühtse fiskaalpoliitika puudumist. Seega ei aita enamike ekspertide arvates ühine eurovõlakiri ilma ühise fiskaalpoliitikata kriisi lahendamisele kaasa.

Intervjuudest välja tulnud peamised võimalused ja suurimaid probleeme võlakirjaturu muutmisel eurovõlakirjade suunas on toodud järgnevas **Tabel 2: Võimalused ja probleemid**.

**Tabel 2:** Võimalused ja probleemid võlakirjaturu struktuuri muutmisel

Võimalus	Probleem
EFSM, EFSF ja ESM on tinglikult kriisiriikide eurovõlakirjad, mille eest vastutavad kõik riigid, seega on testimise mõttes struktuur olemas, mida saab vajadusel lihtsasti laiendada	Puudub ühine fiskaalpoliitika
Tavaolukorras (ilma kriisimeetmeteta, mis on praegu rakendatud) aitavad leevendada rahastamise probleeme	Raske veenda liituma Saksamaad ja teisi tuumikriike, kelle intressid on praegu väga madalad või koguni negatiivsed
	Lähevad EL alustalade vastu ( <i>no bailout</i> klausel)
	Lükkavad kriisiriikide struktuurseid reforme edasi, ei aita kriis lahendamisele kaasa
	Suur moraalirisk (ühe riigi võlg kandub teisele)

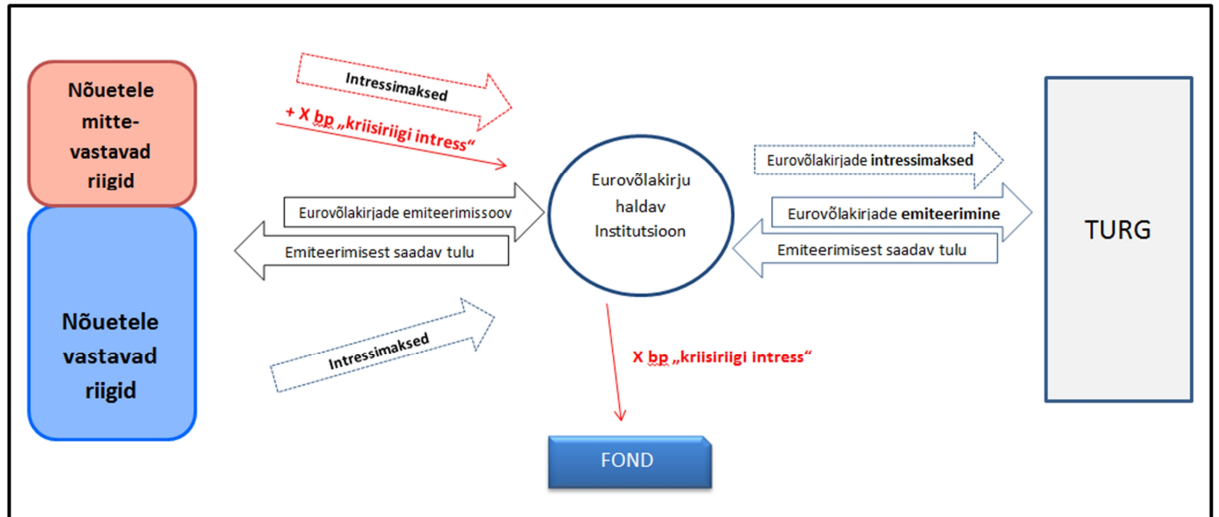
### 2.3.2 Autori poolt pakutud lisaintressiga eurovõlakiri

Teooria osas (ptk 1.4) kirjeldatud *sinise-punase* võlakirja skeemi korral poleks välistatud, et riigid ei kasuta siniseid võlakirju üldse, kasutavad proportsionaalselt oluliselt vähem siniseid võlakirju või langevad ühiste võlakirjade skeemist välja, mis kõik võib kaasa tuua võlakirjakriisi kordumise ohu. Käesoleva töö autor pakub eurovõlakirjade kasutamist siduda teatud kriteeriumite täitmisega ja muuta riikide

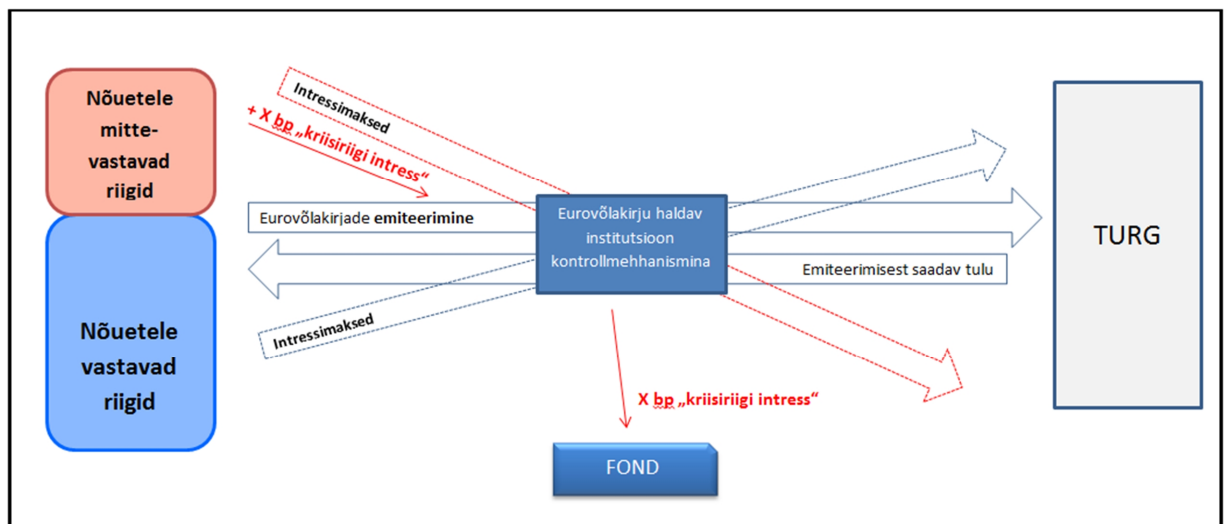
lisamise protsessi sarnaseks eurole üleminekuga. Programmis osalemise eelised peaksid seejuures teatud hetkel ületama puudusi, mis teeks eurovõlakirjade programmist väljumise raskemaks.

Seega pakutakse käesolevas töös välja üks teoreetiline eurovõlakirjade lahendus, mis sisaldab ühiseid võlakirju koos niinimetatud lisaintressiga. Näiteks on võimalik seada mingid makromajanduslike näitajate piirid, mille ületamise tagajärjel tõuseks kunstlikult riigi võlakirjade pealt makstav intress. Lisandunud intressi võiks esialgu nimetada *lisaintressiks* või *kriisiriigi intressiks* ja selle suuruseks võiks olla esialgu X baaspunkti. Lisandunud intressiga võlakirja intresside suurus ei tohiks olla suurem, kui ühistest eurovõlakirjadest saadav kokkuhoid, mis teooria kohaselt tuleneb likviidsusest, riskide jagamisest ja suuremast võlakirjade turu mahust.

Lisaintressiga võlakirjade haldava institutsiooni töö peaks taandama mõnele lihtsale valemile. Nende valemite jälgimise peaks kirjutama näiteks EL seadusesse, see võimaldaks ilma oluliste lisakuludeta eurovõlakirjade haldamist anda mõnele juba olemasolevale riigiülesele asutusele (näiteks EKP-le vm) (vt **Joonis 7**) või teha haldamise kontrollmehhanism peale reeglite kokkuleppimist, mis hõlmaks ka regulaarset ülevaatamist, automaatseks ja lasta riigikassadel väljastada võlakirju sarnaselt praegusele korrale, juhtides liigsuure laenukoorma all kannatavate riikide lisaintressi automaatselt eraldi fondi (vt **Joonis 8**). Selleks otstarbeks loodud fondi ideed testitakse kvalitatiivselt, küsides ekspertide käest võimaliku *stabiliseerimisfondi* kasutamise kohta eurovõlakirjade kontekstis (vt Lisa 2: Küsimustik).



**Joonis 7:** Lisaintressi skeem koos keskse eurovõlakirju haldava instituutsiooniga.



**Joonis 8:** Lisaintressi skeem koos keskse eurovõlakirju haldava kontrollmehhanismiga

Olenemata sellest, kas haldav instituutsioon on täiesti uus või on antud see ülesanne mõnele olemasolevale asutusele, peaksid ülesanded olla selgelt määratletud. Kui riik avaldab soovi emiteerida eurovõlakirju, siis haldav instituutsioon peaks kontrollima, kas riik vastab kõikidele nõuetele (nagu näiteks võlatase) ja juhul kui riik liigitub nõuetele vastavate riikide kategooriasse, emiteerima turule vastava koguse eurovõlakirju, sellise hinna ja intressiga nagu parasjagu turult on võimalik saada. Juhul, kui riik peaks liigituma kriisiriikide hulka, peaks riigile teatama, et uuele võlale rakendub turuintress +

kriisiriigi lisaintress. Haldav institutsioon võib olla ka kontrollmehhanismi kujul ehk kui riik vastab nõuetele, siis saab ta emiteerida vastavaid eurovõlakirju ise ning kui ei vasta, siis arvutatakse ja teostatakse vastav intressimakse näiteks vastavalt kokkulepitud institutsiooni järelevalve all.

Üleminek ei saa toimuda kiiresti, vaid peaks toimuma järk-järgult. Kui näiteks igal uuel võlakirjal, mille annab välja riik võlaga üle 60% SKP-st, on lisaintressimäär, siis vana võla refinantseerimisel võib tekkida motivatsioon võimalikult palju võlga tagasi maksta. Sellise eurovõlakirjade raamistiku all oleks väljaandmisel turuintress kõikidele riikidele väiksem ja näiteks tulevikus, kui riigi koguvõlg alaneb alla 60% SKP-st, kaoks lisaintressi maksmise nõue, mistõttu oleks stiimul sellevõrra suurem. Võrreldes praeguse Stabiilsuse ja kasvu paktiga või Fiskaalpaktiga, oleks sellise süsteemi reeglitest kõrvalehoidmine oluliselt keerulisem, kui praegune trahvi mittemaksmine.

Samas kui riik ei soovi eurovõlakirjade programmiga üldse liituda, peaks olema tagatud võimalus jätkata riikliku võlakirjade programmiga, mis muutuks eurovõlakirjade kõrval investorite jaoks vähem atraktiivsemaks ja seetõttu kasvaks võimalus, et tavalise riikliku võlakirja intressimäär on mõnevõrra suurem, mis muudab eurovõlakirjad omakorda veelgi atraktiivseks isegi koos lisandunud intressimääraga. Väljapakutud edasiarendust testitakse kvalitatiivselt, esitades ekspertidele vastavaid küsimusi eritingimustega eurovõlakirjade kohta, eritingimuste sätestamise kohta kriisiriigile ja automaatse reegli kohta (vt Lisa 2: Küsimustik).

Rakendades autori pakutud või mõnda muud eurovõlakirjade süsteemi on võimalikuks positiivseks mõjuks kõikide kriisiriikide võlakirjaintresside ühtlustamine ja tänu riskide jagamisele oluliselt väiksem kulu probleemides olevatele valitsustele. Samas on negatiivne mõju võimalik moraalarisk, sest riigid võivad hakata piiramatult võlga välja andma ja investorid kaotavad olulise signaali, mille järgi hinnata näiteks riskantsema riigi ettevõtte võlakirjade intresse või muid riskivarasid. Positiivsete ja negatiivsete mõjude kvalitatiivseks hindamiseks küsitakse ekspertide hinnanguid, millised on nende arvates eurovõlakirjade eelised ja puudused (vt Lisa 2: Küsimustik).

Eelnevalt kirjeldatud eurovõlakirjade võimalusi nagu näiteks võla riskide jagamine kuni 60% SKP-st iga riigi puhul (*sinise punase võlakirja* idee) või võimalikku mudelit koos

lisaintressi maksmisega nimetatakse käesoleva töö tarbeks eritingimusteks. Üldine nimetus aitas intervjuus kõigepealt välja selgitada, millised on ekspertide arvates võimalik eritingimused, kui eksperdid ise midagi ei pakkunud, siis toodi erinevate võimalustena kõigepealt *sinise-punase võlakirja* idee ja seejärel autori pakutud lisaintressiga idee.

### **2.3.3 Eurovõlakirjad koos eritingimustega**

Neli eksperti olid arvamusel, et mistahes uute reeglite kehtestamine euroalal on raskendatud (L, 2015), (P, 2015), (F, 2015), (A, 2015). Põhjuseks on peamiselt see, et olemasolevatest reeglitest ei peeta kinni. Nimelt kehtivad praegu Stabiilsuse ja kasvupakti reeglid, mille tingimusi rikkusid kõigepealt Saksamaa ja Prantsusmaa (F, 2015). Seejärel hakkasid ka teised riigid neid reegleid rikkuma ja lõpuks muudeti reeglid leebemaks. Seetõttu on raske ette kujutada reegleid, millest peetakse kinni või mida hiljem ei hakata rikkuma (A, 2015). Autori arvates on reeglites kahtlemine oluline asjaolu, mis võib hiljem saada otsustavaks, kui euroala valitsustel on vaja investorite käest vahendeid kaasata. Eksperti arvamuse kohaselt on tõenäoliselt väga keeruline luua sellised eurovõlakirjad, mille reeglid vastavad kõikide riikide ootustele ning samal ajal on piisavalt karmid ega jäta võimalust reeglite rikkumiseks või olukorra ümbermängimiseks (näiteks pensionifondide riigistamisega enda võlataseme alandamine vms) (T, 2015). Erinevate reeglitega eurovõlakirjadega seoses ei lahendata ka ülelaenamise probleemi. Kui näiteks suurendada kunstlikult intressi, siis ei pidurda see laenamist, sest kriisiriikidel on niigi suurem intress ja võlg kasvab jätkuvalt ning suurtel riikidel võib intress muutuda väga kõrgeks (F, 2015). Lisaks peavad reeglid olema turu jaoks usutavad. See on aga raske, sest tähtis on tugevate institutsioonide olemasolu. Reegleid saab vajadusel muuta, et institutsioonid püsima jääksid. (M, 2015)

Moraalirisk tuli intervjuudes esile, kui teine oluline tegur. Kui riigil peaks tekkima selline olukord, et võla suurendamisel intress ei kasva, siis see võib olla väga vastupandamatu olukord võla suurendamiseks, seega on sellist olukorda äärmiselt raske eelnevalt hinnata. Üheks võimaluseks pakuti väike ühine eelarve, mis on suurusjärgus 3% euroala SKP-st, see peaks tasandama majandustsükleid ehk olema antitsükilise iseloomuga. Sellest võiks piisata, et stabiliseerida majandusi kriisi ajal. (L, 2015)

Võimalike reeglite tegemisel pöörati veel tähelepanu, et uue võla emiteerimisel ei saa see olla eelisvõlg ning olemasoleva võla ümberjagamist ei saa toimuda (M, 2015). Samuti, et praegu on isegi ühe riigi piires raske kokku leppida, rääkimata euroalast või EL-ist tervikuna, kus see on peaaegu võimatu (P, 2015). Euroala ei ole poliitiline tervik ja puudub poliitiline valmisolek ja tahe (V, 2015). Kui on palju eriarvamusi, siis on tõenäosus oluliselt suurem, et projekt kukub läbi. Probleemiks ongi, et euroala pole üks riik ja võlakirjad ei kaalu üles võimalikku poliitilist ebastabiilsust. (P, 2015)

Kokkuvõtvalt toodi ekspertidele näiteid erinevatest eurovõlakirjade skeemidest, milles rakendatakse eurovõlakirjadele mitmeid võimalikke eritingimusi. Ekspertid olid nende suhtes küllaltki skeptilised, sest ka praegu on olemas Stabiilsuse ja kasvupakti reeglid, mida otsustati hiljem leebemaks muuta. Reeglite täitmisega oli esimesena raskusi just suurriikidel ning nende vastu oli Euroopa Liidu institutsioonidel raske meetmeid rakendada. Reeglite täitmise kindlustamine on äärmiselt keeruline ja teoreetilisi trahve, milles on pakti raames kokku lepitud, pole seni riikide vastu rakendatud. Intervjuude käigus rõhutas üks ekspert reeglite muutmist vastavalt vajadusele, sest tugevate institutsioonide olemasolu on tähtis. Probleemide korral saab reegleid vajadusel nii muuta, et institutsioonid jäävad püsima. Seega piirangud ei saa olla väga ranged, et vältida veel suurema kriisi tekitamist, samas kui nad on väga leebed, siis on oht, et mõned riigid hakkavad neid enda omakasu eesmärgil ära kasutama.

#### **2.3.4 Riskide jagamine eurovõlakirjade puhul**

Ühiste võlakirjade puhul on tähtis küsimus riskide jagamise kuju, seetõttu küsitakse ekspertidelt arvamusi, kas ja millisel kujul võiks riskide jagamine toimuda.

Kuigi enamik eksperte on mitmel põhjusel riskide jagamise vastu (P, 2015), (V, 2015), (F, 2015), (A, 2015) ollakse siiski nõus, et praegu kasutusel olevad lahendused (EFSS, ESM, 20% keskpanga ostuprogrammi mahust) on piiratud mahuga riskide jagamine (L, 2015), (F, 2015). Pigem arvatakse, et täielik riskide jagamine on teoreetiline ja praktikas väga raskesti teostatav (F, 2015). Riskide jagamise peamine takistus on taaskord ühise fiskaalpoliitika puudumine (E, 2014), (R, 2015), (F, 2015) ehk kui riikidel on võimalus

otsustada kuidas raha kulutada, aga kohustusi tuleb solidaarselt kanda, siis võib tekkida olukord, kus osa riike hakkab seda enda kasuks ära kasutama (A, 2015).

Portfelliinvalduriid toovad välja, et igasugused erilahendused (näiteks võla ühendamine, mis on kuni 60% SKP-st, sarnaselt *sinise-punase võlakirja* ettepanekule) seoses riskide jagamisega muudavad võlakirjad raskemini hinnatavaks ja vähem läbipaistvaks (V, 2015), (O, 2015). Üks ekspert toob välja, et lõpuks taandub küsimus sellele, kas euroalalt on võimalik välja kukkuda ja kas väljakukkuvale riigile oleks sellest rohkem kahju, kui teistele euroala riikidele.

Töö kirjutamise hetkel võib välja tuua, et tõsiste probleemide korral rakendatakse euroalal kriisiriigile (P, 2015):

1. Kapitali kontroll
2. Osaline pankrott
3. Lõpuks antakse võimalus euroalalt väljuda

Kommertspanga ekspert pöörab tähelepanu, et kui pangandusregulaatorid kiidavad eurovõlakirja heaks, siis see võib toimida. Juhul, kui sellel instrumendil on näiteks 0-riskikaal pankade jaoks. (T, 2015)

Arutades riskide jagamise üle nähti suure probleemina ühise fiskaalpoliitika puudumist. Samuti muudavad erinevad riskide jagamise viisid portfelliinvalduriid arvates võlakirjad raskemini hinnatavaks ja vähem läbipaistvaks. Kuigi riskid on mõnevõrra jagatud läbi keskpankade ja ühise raha, siis kahju euroalale ühe riigi väljumisest oleks ühe eksperdi arvates väiksem, kui väljuvale riigile, mistõttu ei ole kogu euroala võlga mõistlik jagada, sest sellisel juhul võib kahju euroalale kasvada.

### **2.3.5 Automaatne reegel ülelaenamise piiramiseks**

Mitmed eksperdid polnud valmis kommenteerima konkreetseid reegleid, mida võiks automaatselt rakendada (F, 2015), (E, 2014). Pigem toodi esile juba eelneva küsimuse juures kerkinud probleem, et reeglite täitmisega ei ole euroalal kõige paremad lood (L, 2015), (F, 2015), (P, 2015), (A, 2015), (T, 2015) ja seda, et lisaks reeglite järgimisele kõikide liikmesriikide poolt, peaks reeglid olema ka turu jaoks usutavad (M, 2015).

Normaaltingimustel peaks turg piiri seadma, millest suuremaks võlg ei kasva (O, 2015). Praeguses olukorras, kus keskpank sisuliselt kontrollib turgu (proгноositud netoemissioon on 2015. aastal negatiivne ehk keskpank ostab rohkem võlakirju, kui euroala riigid emiteerivad (Atkins, 2015)), võib kahelda, et selline turu iseregulatsioon toimib.

Võimalike lahenduste seas pakuti USA stiilis võlalage, sest siis eksisteerib alati oht, et otsustatakse võlalage mitte tõsta ja teatud valitsusasutuste ukсед pannakse kinni. Euroopas pole aga võimalik erinevate riikide valitsusasutusi EL institutsiooni poolt rahapuuduse ettekäändel sulgeda, nii et sellise lahenduse loomine on küllaltki raske. (L, 2015)

Lisaks on riigil palju võimalusi oma tegelikku võlakoormust peita, sest riik saab võtta bilansiväliselt kohustusi ja bilansiväliselt võlakoormust vähendada, tekitades kaudset võlga ja sellega tulevast defitsiiti. Näiteks tõi ekspert, et riigi valitsus võib anda seotud lubadusi tulevikuks eraettevõtetele, mida on sarnaselt võlale vajalik tasuda tulevikus, et saada mingi kasu lubaduse andmise hetkel. (P, 2015) Lühidalt on tegelikku riigivõla taset raske välja selgitada ja lihtne soovi korral bilansiväliselt vähendada, mis raskendab omakorda täielikult automatiseeritud reeglite toimimist.

Seega mingi piirang ülelaenamise vähendamiseks võiks olla, aga see ei tohiks olla väga range, sest kui kriisi hetkel tekib probleem, siis võib juhtuda et laenamine on oluliselt kallim ja suurema riskiga. Automaatsete reeglite kohta arvati sarnaselt eritingimuste reeglitega, et neid on raske teostada, sest riigil on võimalik väga palju bilansiväliselt teha. Erilahendustest ja automaatsetest reeglitest pakuti, et võiks toimida ühine eelarve, mis on vähemalt 3% SKP-st ja antitsüklikiline; võlalagi, sarnaselt USA-le ja eurovõlakirjad ainult tuumikriikidele või vastutusriikidele riikidele. Antitsükklilisuse saavutamine on seni olnud problemaatiline nii riigieelarvete kui ka muude meetmete puhul, seetõttu on selle soovitusel täitmine äärmiselt keerukas ülesanne.

### **2.3.6 Eurovõlakirjade eelised ja puudused**

Paljude ekspertide toodud eurovõlakirjade eelised ja puudused (**Tabel 3**) on sarnased kirjanduses eelnevate uurimuste poolt väljapakutud järeldustega.

**Tabel 3:** Eurovõlakirjade eelised ja puudused

Eelised	Puudused
Turg võrreldavam USA-ga (suurem) (F, 2015), (V, 2015)	Vajavad ühist fiskaalpoliitikat (R, 2015), (F, 2015), (M, 2015)
Intressitasemete ühtlustumine (V, 2015)	Võimalik struktuuri keerukus (olenevalt valitud skeemist) (O, 2015)
Madalam risk investoritele (R, 2015)	Keeruline juhtimine, kui on palju liikmesriike (R, 2015)
Suurem turg ja likviidsus (T, 2015), (O, 2015)	Võimalikud raskused reeglite täitmisel (A, 2015)
Paremad kriisiriikidele, suurendavad maksevõimet (V, 2015)	Ei ole kasumlikud tuumikriikidele, raske veenda liituma (F, 2015)
Vähendaks kriisiriikide intressikohustusi; investoritele hea, kõrvaldaks spekulatsioonid (volatiilsuse) riigi pankrotistumise üle (E, 2014)	Suurendaks tuumikriikide intressikohustusi (E, 2014) ja riske (V, 2015)
Võib lihtsustada rahapoliitikat (L, 2015)	Ühisfinantseerimine pole mõistlik isegi kahe riigi tasandil (P, 2015)
Suurendab euroala integratsiooni (T, 2015)	Võimalus, et igaüks üritab rohkem kasu saada, moraalirisk, ülelaenamine (T, 2015), (V, 2015)

Näiteks on eeliseks turu võrreldavuse paranemine USA turuga, turu mahu ja likviidsuse võimalik suurenemine ja sellega seoses euro, kui reservvaluuta kasutamise kasv maailmas. Samuti intressitasemete ühtlustumine riikide vahel ja ettevõtluskeskkonna võrreldavamaks muutmine. Nimelt on tavaolukorras riigi intressid ettevõtetele antavate laenude intresside laeks, kui tuumikriigis tegutseb ettevõtte, mis on sarnane kriisiriigi tegutseva ettevõttega, siis tuumikriigi ettevõttel võib tekkida eelis enda rahastamise maksumuses.

Investorite seisukohast paraneks ülevaade turust ja suureneks selgus riskide jagamise osas, mis praeguses olukorras võib olla ebakindel paljudele abiprogrammidele ja keskpanga ebastandardsete rahapoliitiliste meetmete tõttu. Ühised võlakirjad võivad lihtsustada ka rahapoliitika tegemist ja suurendada euroala liikmesriikide integratsiooni.

Puudustest vajab kindlasti mainimist ühise fiskaalpoliitika vajadus, mille teostamine on tehniliselt keerukas ja poliitiliselt raskendatud. Ilma ühise fiskaalpoliitikata on vaja ilmselt eritingimusi, mis piiravad liikmesriikidel võlakirjade väärkasutamist ja

võimalikku moraalariski. Eritingimustega muutub aga võlakirjade struktuur jälle oluliselt keerulisemaks investorite jaoks. Samuti kaasneb risk, et riigid ei ole võimelised reegleid täitma või otsustavad mingil hetkel tulevikus nende täitmise vastu. Igal juhul muutub ühiste võlakirjade juhtimine küllaltki keeruliseks, kuid see on tõenäoliselt võimalik, kui arvestada euro kogemusega ja euroala keskpankade süsteemi juhtimisega.

### **2.3.7 Mittesobivate riikide väljajätmine eurovõlakirjade programmi koosseisust**

Kuivõrd kriis tabas kõige rängemalt teatud kriisriike, siis on võimalik, et struktuursed probleemid on nendes riikides niivõrd suured, et euroala integreeritust tuleks suurendada jättes need riigid kõrvale. Ekspertide käest uuritakse, kas mittesobivate riikide väljajätmine muudab eurovõlakirjade rakendamise realistlikumaks.

Enamik ekspertidest ei poolda probleemsete riikide väljajätmist, sest see suurendaks veelgi killustatust ja muudaks programmi teostamise raskemaks (F, 2015), (A, 2015), (P, 2015), (O, 2015), (R, 2015). Pooldatakse erinevaid lähenemisi. Näiteks segmenteeritud lähenemist, kus on euroala A-võlakirjad ja euroala B-võlakirjad, millest ühel on suurem tõenäosus raha tagasisaamiseks (O, 2015). Samuti tähendaks teatud riikide eraldamine, et muutuvate majandusnäitajate taustal peaks olema võimalus eurovõlakirjadest sisse ja välja liikuda, mis muudab programmi keeruliseks, eriti kui arvestada, et kriisis olevatel riikidel oleks just suurem huvi eurovõlakirjade vastu (F, 2015). Nõuetele mittevastavate riikide väljajätmist võrreldakse olukorraga, kui oleks näiteks kaks erinevat valuutat, põhja- ja lõuna euro. See ei aitaks integreeritust suurendada ja muudaks süsteemi palju segasemaks. (A, 2015)

Kolm eksperti pooldab kriisiriikide väljajätmist ehk sellist eurovõlakirjade struktuuri, mis on omakorda euroala sees (M, 2015), (V, 2015), (E, 2014). Selle poolt räägib näiteks asjaolu, et Kreeka kohta kirjutati enne riigi võtmist euroalale, et nad ei sobi euroala koosseisu (F, 2015). Kreekale tehti erand ja lubati ühineda koos lubadusega, et edaspidi muudetakse majanduse struktuuri paremaks. Praegust kriisi võibki nimetada Kreeka võlakriisiks, sest see algas Kreekast ja levis teistesse riikidesse. Seega, kui kriisiriike lubada, siis tuleks lahendada küsimus, mida teha nendega kes saavad sisse ja hakkavad kulutama. (L, 2015)

Eraldi pooldatakse pigem vastutusrikaste riikide ühiseid võlakirju, sest selliseid võlakirju oleks investoritele lihtsam müüa ja teostada (T, 2015). Arvatakse, et praeguses olukorras oleks üleminek koos kriisiriikidega väga keeruline. Seevastu on tuumikriikidel hetkel niigi väga madalad intressid ja neil pole ühiseid võlakirju otseselt vaja. Samas võib öelda, et ESM, EFSF on programmid, millega finantseeritakse raskustes riike ehk need on kriisiriikide võlakirjad. Kui intervjuu käigus tuli jutuks, et miks kriisis olevatel riikidel on üldse vaja eraldi riigikassasid ja võlakirju, kui kõik võlakirjad hiljem mõne teise institutsiooni poolt päästeplaani käigus välja ostetakse ja riskid ära jagatakse, siis arvas ekspert, et operatsiooniline kulu ei ole nii suur ning selle säästmine ei kaalu üles poliitilist riski, mis vastasel korral tekkida võib (P, 2015).

Kokkuvõttes nõuetele mittevastavate riikide väljajätmist üldjuhul ei pooldata, sest see tähendaks ühtlasi võimalust eurovõlakirjade koosseisust sisse ja välja liikuda, mis muudaks kogu programmi oluliselt segasemaks. Üks ekspert arvas samas, et kui teatud riike sellise programmi koosseisu lubada, siis peab olema mingi väljapääs juhuks, kui nad saavad sisse ja hakkavad kulutama. Samas võib tinglikult öelda, et vastupidine olukord on praegu rakendunud, sest piiratud mahus on kriisiriikide võlakirjad juba olemas abiprogrammide näol (ESM, EFSF).

### **2.3.8 Eritingimused kriisiriikidele**

Järgmises intervjuu küsimuses uuriti, kas eurovõlakirjad muutuvad investoritele atraktiivsemaks, kui kriisiriikidele kehtestada teistest riikidest erinevad tingimused.

Rääkides sellistest eritingimustest kriisiriikidele tuleb tõdeda, et taoline küsimus on intervjuueeritavate arvates väga teoreetilist laadi (E, 2014) ja sõltub suuresti väljapakutud võlakirjade struktuurist (O, 2015). Samuti on võimalik mõelda erinevaid atraktiivseid tingimusi, kuid nende tingimuste mõju on väike olukorras, kus tuumikriikide intressid on nullilähedased ja mitte tuumikriikide intressid väga madalad (A, 2015). Ehk praegusel hetkel valitsevat olukorda nähti kui piiravat faktorit. Raske on teha selliseid usutavad reeglid, mida järgitakse kriisi tingimustes. Kui mingid eritingimused pidurdavad laenamist, siis võib olla kriisist raskem välja saada (F, 2015).

Kui rääkida autori pakutud skeemist, kus riik peaks teatud võlataseme ületamisel lisaintressi maksma, siis on küsitav kas seda on võimalik usutavalt ja rakendatavalt üles ehitada (F, 2015). Samuti võib see muuta kriisis juba oleva riigi olukorra keeruliseks (M, 2015) ja on võrreldav Stabiilsuse ja kasvu pakti reeglitega, mida samuti keegi ei järgi (F, 2015). Nimelt on Stabiilsuse ja kasvu pakti reeglites kokku lepitud trahvid, mida võib võrrelda lisaintressiga, aga reaalselt pole need toimunud, sest poliitiline protsess on vahele tulnud (P, 2015). Üldiselt käituvad riigid paremini, kui intressid hakkavad tõusma (P, 2015). See võiks toetada autori pakutud skeemi. Kuid eeldades riskide jagamist on hoopis teine olukord, mis sarnaneb USA-le, seega tuleks eeldada ühist fiskaalpoliitikat (T, 2015). See läheb aga liialt teoreetiliseks ning paljud eksperdid ei soovi selle üle spekuloida.

Mitu eksperti toob eritingimusena välja IMFi programmi, mis on juba olemas ja kujutab endast efektiivset välist sundijat, mis vabastab kohalikud poliitikud vastutusest. See teeb lihtsamaks raskete reformide vastuvõtmise ja võimaldab läbi abilaenu intresside kriisiriigil IMFi tegevust rahastada. (V, 2015), (P, 2015)

Kokkuvõtvalt, eritingimuste kehtestamist kriisriikidele eksperdid üldjuhul ei pooldanud, sest kui need eritingimused hakkavad pidurdama laenamist kriis ajal, on riigil raskem kriisist välja saada. Praeguse Stabiilsuse ja kasvupakti raames on teoorias olemas trahvid nõuetele mittevastavate riikide jaoks, aga neid pole poliitiliste otsuste tõttu kunagi rakendatud. Üheks eritingimuseks, mis on praegu kasutusel võib nimetada IMFi programmi, kus väline jõud vabastab kohalikud poliitikud vastutusest ja võimaldab ebapopulaarseid reforme ellu viia, samas kui probleemne riik aitab läbi laenu intresside IMFi tegevust rahastada.

## 2.4 Mõju kriisiriikidele

### 2.4.1 Ühtse võlakirja kasu probleemsetele riikidele kriisi ajal

Arvestades eelnevalt kirjeldatud finantskriiside korduvusega, uuritakse, kas käesoleva kriisi alguses oleks eurovõlakirjade olemasolul probleemsete riikide olukord parem olnud.

Enamik ekspertidest nõustuvad, et kui kriisi ajal oleksid ühised eurovõlakirjad, siis kriisiriikides oleks olukord mõnevõrra parem olnud (A, 2015), (V, 2015), (L, 2015), (E, 2014), (T, 2015). Ühe eksperdi arvates poleks koguni kriisi tekkinud (T, 2015). Teise eksperdi arvates oleks madalamate intresside keskkonnas kriis kergem olnud ja seega oleks aktiivsem tegutsemine majandusele paremini mõjunud. Kriisiriik ei saanud otsustada rahapakkumise suurst ja seetõttu hakkasid intressid üle jõu käima. Kui peaks uus kriis tulema, siis on reaalne võimalus kõrge intressimääraga võlga kokku osta ja välja anda ühine madalama intressimääraga võlakiri. (L, 2015) Samas oleks motivatsioon reforme teha sellisel juhul veelgi väiksem, kui see on praegu (E, 2014). Samuti arvatakse, et mingid piirangud peaksid ikkagi olema, muidu kriisiriigid hakkavad ühiseid võlakirju enda kasuks ära kasutama (R, 2015). Kriisiriikide võla refinantseerimine tõenäoliselt oleks olnud odavam teiste riikide arvelt.

Kui vaadata ülejäänud kriisiriike peale Kreeka ja Portugali, siis nad liiguvad kriisist väljumise suunas ka ilma eurovõlakirjadeta (A, 2015). Ühe eksperdi arvates saavad eurovõlakirjad ainult siis toimida, kui saksa ühiskond on nende jaoks valmis, vastasel juhul riskitakse euroala lagunemisega (M, 2015). Seega on praegune kriisist väljumine tehtud võimalikuks ja alternatiiv eurovõlakirjade näol võib mõjuda küll hästi probleemsetele riikidele, kuid halvasti ülejäänud riikidele ja euroala terviklikkusele.

Vaadates erinevaid eurovõlakirjade kasutamise võimalusi, siis ühe eksperdi arvates ei anna *sinise-punase* võlakirja tüüpi skeem olulist võitu, sest selle osaga võlast, mis oleks üle ühise osa (*punane* võlg), oleks sarnane probleem ikkagi tekkinud nagu tekkis võlakriisi tipus riigivõlakirjadega (F, 2015). Ühe portfelli halduri arvates ei põhjustanud probleeme eraldiseisvad võlakirjad (ja probleemide tekkimisel lahendas EKP need oma ostuprogrammidega), vaid probleemi põhjustas peamiselt investorite lühinägelikkus ja

kasuahnus ning mitteamusaamine, et euroala ei saa vaadata ühise riigina. Sama portfelli haldur järeldas, et kui Kreekale ja teisele Lõuna-Euroopa riikidele poleks antud laenu Saksamaaga väga lähedastel tingimustel, siis on võimalus, et need riigid poleks oma laenukoormust nii suureks ajanud ja isegi kriisi sattudes oleks seda olnud märksa lihtsam lahendada kui praeguste laenukoormuste juures. (O, 2015) Esineb ka arvamus, et alates teatud tasemest on kasu lihtsalt pankrotistumisest, mitte võlgade jagamisest. Kui Kreeka oleks saanud (näiteks keskpanga abil) kriisi ajal oma võlakirju tagasi osta, siis oleksid nad stabiilsuse turgudel taastanud. Väga suur probleem oli ebastabiilsuse levimine teistesse riikidesse. (P, 2015)

Kokkuvõtteks võib kasutada ühe portfelli halduri arvamust, et tõenäoliselt oleks eurovõlakirjadest lühiajaliselt kindlasti parem olnud, sest rahastamisprobleeme poleks esinenud, kuid pikaajaliselt oleks suurem laenamine eelarved veelgi rohkem miinusesse viinud. Seega lühiajaline võit oleks kaasa toonud pikaajalise kaotuse. (V, 2015)

#### **2.4.2 Eurovõlakirjade struktuur, kus probleemsetel riikidel on lisaintress**

Kui eurovõlakirju struktureerida autori eelnevalt kirjeldatud ettepaneku kohaselt nii, et teatud tingimuste rikkumisel kehtestatakse probleemsele riigile lisaintress, mis liigub näiteks riiklikusse (stabiliseerimis-) fondi, siis peamise probleemina nähakse suurt tõenäosust, et riigid hakkavad reegleid rikkuma. Samuti seda, et lisaintressi hakkavad kehtestama poliitikud, mitte turg ehk kaob turu distsiplineeriv jõud (O, 2015).

Intervjuudest välja tulnud probleemid lisaintressiga skeemi puhul on:

- raske karistada neid, kes reegleid rikuvad (O, 2015)
- struktuuri täpne kuju tuleb arendada hetkel, kui pole kriisi (A, 2015), mis on raskendatud, sest siis ei ole kriisi meetmed aktuaalsed
- kriisiriigid pole üldjuhul nõus rohkem maksma, lihtsam ühiste tingimustega (A, 2015)
- kui lisaintress on väike, siis kogutakse liiga vähe raha ja fondi mõju on väike, vastupidiselt kui lisaintress on suur, siis see karistab raskustesse sattunud riike liiga palju, seega on sobiva intressitaseme leidmine äärmiselt keerukas (F, 2015)
- juba suure võlaga riikidel on raske lisaks midagi koguda (L, 2015)
- kriisi toimumise ajal on probleem juba käes ja siis ei saa enam midagi koguda (M, 2015)

- peaks sundima riiki juurde maksma, kui olukord halveneb, siis pole usku, et riigid hakkavad sellises olukorras juurde maksma (P, 2015)
- ennetava meetmena rakendamise korral hakatakse kõvale hiilima (P, 2015)
- poliitilised probleemid kokkuleppimises (T, 2015)

Kaheldakse nii eurovõlakirjade võimalikkuses (R, 2015) kui ka keeruliste skeemide vajaduses (V, 2015). Põhjusena tuuakse puuduv valmisolek teiste riikide võla eest solidaarselt vastutada. Ehk selle eelduse puudumisel ei taga igasugused juriidilised klauslid uute võlakirjade kvaliteeti. Seega ei nähta mõtet ühistel võlakirjadel, kui eesmärk on kõrgema riski ja suurema võlakoormaga riikide laenamist piirata. Turujõud peaks olema distsiplineeriv jõud ja regulatiivne sekkumine ei anna paremat tulemust. Samas on EKP juba astunud samme võla jagamise suunas ning toonud intressivahed alla. (V, 2015)

Samas on ka mitmed eksperdid avatud võimalusele, et selline mudel võib toimida. Näiteks kui antakse välja ühise garantiiga võlakirjad turule ja intressi maksmise jagamine otsustatakse sisemiselt, vastavalt riigi olukorrale. Investorige seisukohast võib toimida juhul, kui sellised võlakirjad oleks regulatsioonide tasandil võrdväärsed valitsuse võlakirjadega. Võrdluseks tõi ekspert, et ükskõik millist eurovõlakirjade võimalust ka ei vaadata, siis ei moonuta see turgu rohkem, kui praegune varaostu programm. (T, 2015)

Vaatamata probleemide rohkusele, ei pruugi lisaintressiga eurovõlakirjade skeem moonutada turgu rohkem, kui praegu kasutuses olevad abiprogrammid ja ostuprogramm. Ühiste garantiidega võlakirjade turule toomine on juba proovitud lahendus ning sisemine intressi maksmise jagamine (vastavalt riigi olukorrale) on tõenäoliselt võimalik. Samuti aitaks, kui ühised võlakirjad oleksid (panganduse) regulatsioonide tasemel võrdväärsed valitsuse võlakirjadega.

### **2.4.3 Riiklik stabiliseerimisfond ootamatu kriisi tarbeks**

Kui kõrvale jätta intresside maksmise jagamine, siis edasi uuritakse eelnevalt kirjeldatud autori ettepanekust ainult riikliku stabiliseeriva eesmärgiga fondi rakendamise võimalust. Arvestades olemasolevate programmidega nagu EFSF ja ESM, võib ühe eksperdi sõnul öelda, et tagatiseks olev stabiliseerimisfond on poliitikute

arvates olnud vajalik, seega on ilmselt selle järgi vajadus ka teoreetiliste eurovõlakirjade puhul (O, 2015). Samuti aitas näiteks Eestis riiklik stabiliseerimisfond kriisi ajal väga palju (F, 2015). Eraldi mainitakse IMFi, kui fondi, mille kulud maksab kriisi sattunud riik (M, 2015).

Fondi loomisel on peamised intervjuude käigus leitud probleemid:

- raskus heal (buumi) ajal ressursse koguda (F, 2015)
- piisavalt suure fondi tekitamine on väga kallis ja võib olla ebaratsionaalne kokku panna (V, 2015), (L, 2015)
- eeldab ühtlaselt jaotunud tagasimaksmisega pikaajalisi laene (arvestusega, et kriisi ajal ei saa laenu juurde võtta) (L, 2015)
- fondi tekitamiseks on vaja eelarve ülejääke (P, 2015)
- loomine ja püsimine oleneb riigist, seadusandlusest ja valitsevast poliitilisest jõust (E, 2014)
- väike fond ei pruugi aidata ülelaenamise vastu, eriti kui küsimus on riigi maksevõimes (V, 2015)
- peaks tegema nagu riigireservidega, et säästetakse buumi ajal ja kulutatakse kriisi ajal, mida on väga raske saavutada (R, 2015)

Üks ekspert toob välja, et oleks hea, kui fond oleks olemas iga riigis tasemel, mitte jagatuna riikide vahel, aga seda on väga raske luua. Põhimõtteliselt on olemas Stabiilsuse ja kasvu pakt, mille idee oli, et headel aegadel kõigub eelarve defitsiidi ja ülejäägi vahel -3% juurest kuni +3%-ni. Tegelikuses kõigub aga defitsiit -3% ja 0% vahel. Seega taoline säästmise kokkulepe ei toimi juba oma olemuselt (P, 2015).

Fondi suurust ei oska enamik eksperte hinnata. Üks intervjuueeritav hindab selle väga suureks (~20% SKP-st) (L, 2015).

#### **2.4.4 Ühtne EL riigi võlgade restruktureerimise protsess**

Käesolevas töös nimetatakse riigi võlgade restruktureerimist lühidalt ka pankrotistumiseks, isegi kui realselt pole see võrreldav firma pankrotiga. Pigem on investorite seisukohast riigi maksejõuetus võrdväärne ettevõtte pankrotistumisega, sest investor ei pruugi tagasi saada oma investeeritud raha koos intressidega.

Ekspertide käest uuriti, kas võlgade restruktureerimine näiteks mingi võlapiirini jõudmisel oleks mõistlik teostada. Kuigi üks ekspert arvab, et võlgade restruktureerimise protseduur oleks parem, kui päästeplaan (F, 2015), arvab enamik siiski, et see on küllaltki keerukas ja ohtlik tegevus, mis teeks ainult spekulantide elu mugavamaks.

Põhjustena, miks täielik võlgade restruktureerimise protsess ei toimi, pakutakse:

- euro on ühine projekt, ühine valuuta piirab ühe liikme pankrotistumist, kogu eurosüsteem satub sellisel juhul löögi alla ja usaldus kannatab (A, 2015);
- iseseisvat riiki ei saa sundida seda tegema (L, 2015), lõpuks on valijatel viimane sõna (T, 2015);
- riigi seisukohast võib olla hea, aga põhjustab rohkem probleeme mujal Euroopas (L, 2015);
- struktuursed probleemid vajavad lahendamist (näiteks Islandil aitas vahetuskursi muutus) (L, 2015);
- erinevatel riikidel on erinev võla teenimise (tulumise) tase, seega raske piiri tõmmata (L, 2015);
- tuuakse paralleelsele fiskaalkontrolliga, riiki ei saa kinni panna ega maha müüa, üheks võimaluseks saneerimine (M, 2015);
- paljud riskid on tegelikult finantssektori bilansis nagu näiteks Irimaal, kus oli vaja abi peamiselt pankade tõttu (M, 2015);
- mõjub destabiliseerivalt, sarnaselt piirile investeerimisjärguga ja mitte-investeerimisjärguga võlakirjade vahel ehk pidev üleminek on alati parem kui kindel piir, sest reegleid saab vajadusel muuta ning seda on kergem teha sujuva üleminekuga, kui järsu piiriga (P, 2015).

Näitena toodi ka Kreekat, kes pole viimastel aastatel tänu erinevatele päästepakettidele reaalselt intressi maksnud (L, 2015). Pakutakse välja, et euroala võlakirjade toimimiseks on kaks võimalust – kas teadvustamine, et euroalast on võimalik ka lahkuda (Kreeka näidishukkamine, lahkumise lihtsamaks tegemine) või siis suurem integreeritus, sealhulgas fiskaalpoliitiline (O, 2015).

#### **2.4.5 Muud kommentaarid ja mõtted seoses eurovõlakirjadega**

Siinkohal on välja toodud ekspertide lisakommentaaris ja märkused, mis tekkisid seoses eurovõlakirjade temaga.

Rääkides euroala kriisist tõi üks ekspert välja, et 2010. aastal oli Kreekas suur võlg ja valitsus veenis teisi riike, et nad hakkavad reforme tegema. Samas sai euroala väline Island kergemalt kriisist üle, sest nad ei taganud pankade kohustusi. Näiteks Iirimaa võttis enda peale pankade kohustused ja see suurendas probleeme. (M, 2015)

Ühe ökonomisti arvates peab igasse riiki see teadmine eraldi jõudma, et on vaja jätkusuutlikke otsuseid vastu võtta. Vastasel juhul läheb tasakaal paigast ära ja tekib probleem, kus ühed riigid elavad teiste kulul. Kui võrrelda eurovõlakirju regionaalsete toetustega, siis need pole parandanud kuski majanduse struktuuri, pigem on muutnud majanduse sõltuvaks toetustest. Sama ökonomist lisab, et päästeprogrammide keerukus ja ebamäärasus on poliitilisest seisukohast hea, sest see hoiab kõiki osapooli oma piirides. Ei tohi tekkida tunnet, et nagunii päästetakse välja, sest alati on võimalus, et just sellele riigile ei anta finantsabi ja see oleks näitena teistele (nagu *Lehman Brothers*'iga tehti). (P, 2015)

Kaks eksperti arvab, et kui Eesti peaks võlakirju välja andma, siis need võiksid olla ikkagi eraldiseisvad, mitte eurovõlakirjade programmi koosseisus (V, 2015) või kui kellegagi koos teha, siis pigem nn tuumikriikidega (E, 2014).

Samas oli ka tugevat toetust eurovõlakirjadele ja esines arvamus, et kindlasti annaksid eurovõlakirjad midagi juurde, sest see on arengu üks pool ja kui euroala valitsused ei suuda seda programmi tööle saada, siis see on eurooplaste suutmatuse koostööd teha, mis ei ole mitte konservatiivsus vaid primitiivsus (T, 2015).

Lõpetuseks väärrib tähelepanu idee, et abiprogrammide keerukus ja ebamäärasus on poliitilisest seisukohast hea, sest see ennetab nende väärkasutamist. Ei tohi tekkida võimalust, et riiki päästetakse igast olukorrast välja ja alati peab jääma võimalus, et abi ei anta ja riigil lastakse maksejõuetuks muutuda. Samuti esines arvamus, et vaatamata probleemidele ühe või teise skeemiga on eurovõlakirjad arengu järgmine etapp ja neid tuleks kindlasti rakendada.

## KOKKUVÕTE

Töö teoreetilises osas anti ülevaade ajaloolistest kriisidest, käimasoleva euroala võlakriisi tekkimisest finantsturgude poolt vaadatuna ja ühe võimaliku lahenduse osana kirjeldati teisi uurimistöid eurovõlakirjade teemal.

Ajalooliste kriiside ühine joon on korduvus ja pidevalt uute ootamatute asjaolude kokkulangemine, mis põhjustavad igal ajajärgul kriisi. Riikliku võlakriisi võib tekitada otseselt investorite käitumine juhul, kui turgudel puudub viimase instantsi laenuandja. Investorid võivad keelduda mitmetel põhjustel riigivõla refinantseerimisest, isegi kui riik on täiesti maksevõimeline. See võib sundida ennast võlakirjadega finantseerinud riiki laenu ennetähtaegselt tagastama või rohkem intresse maksma. Mõlemad sündmused võivad tuua riigi maksejõuetusele lähemale. Samuti annab näiteks riigivõlakirja intresside tõus signaali rahvusvahelistele suurinvestoritele, et selles riigis on tekkinud probleemid. See vähendab investeringuid riiki ja mõjutab otseselt reaal-majandust. Seega on finantssüsteem niivõrd häiritud, et tekib tõrge säästjate vahendite ja produktiivsete investeringute kokkuviiemisel. Tavapäraselt lahendab olukorra riigi huvisid esindav keskpank, kellel on reservid või võimalus riiklikku valuutat luua. Euroalal tegutseb keskpank, kelle peamine eesmärk on kogu euroala hinnastabiilsus, mitte iga üksiku riigi maksejõulisus ja finantsstabiilsus. Seetõttu erineb euroala riikide olukord teistest riikidest ja praeguste kriisiriikide asemele võivad teatud asjaolude kokkulangemisel sattuda samasesse olukorda ka teised euroala liikmesriigid, kellel hetkel probleeme ei ole. Üheks fundamentaalseks probleemi lahendamise osaks oleksid ühised võlakirjad, mis seoksid kõikide riikide valitsusi ning annaksid neile mõjusa vahendi, et investorite käitumisest tekkivaid paanikaid ära hoida.

Eurovõlakirjade kohta tehtud silmapaistvamate teoreetiliste tööde hulka kuuluvad esmasvahendajate ühingu tehtud küsitluse tulemused ja *sinise-punase* võlakirja ettepanek ning IMFi kokkuvõtte olulisematest seni tehtud töödest. Lisaks nendele anti töös ülevaade praegu kasutusel olevatest kriisilahendusprogrammidest, mis hõlmavad

madalaid intressimäärasid ja muid Euroopa Keskpanga rahapoliitilisi meetmeid ning riigiüleseid abiprogramme. Madalad intressimäärad jaotavad võitjad ja kaotajad mööda riigipiire ehk killustavad euroala. Programmide teoreetiline suurus on võrreldav euroala väiksemate riikide võlakirjaturgude mahuga ning kriisi jätkumisel või uue kriisi puhkemisel tuleb programmide mahtu tõenäoliselt veelgi laiendada. Seega võib praeguseid kriisilahendusmeetmeid võrrelda kaudselt eurovõlakirjadega, mis võetakse kasutusele peale kriisi, tagajärgede leevendamiseks. Tegelik eurovõlakirjade rakendamine oleks üks võimalus kriisi tekkimise ennetamiseks.

Kvalitatiivse uurimuse teostamiseks tehti käesoleva töö empiirilises osas intervjuud Eesti Panga portfelliinvaldurite ja ökonomistidega ning teiste oluliste ekspertidega. Intervjuudest saadud arvamusi kasutati, et hinnata praegust olukorda euroala riiklikel võlakirjaturgudel, võrrelda seda USA-ga ja uurida ekspertide meelestatust erinevate võimalike eurovõlakirjade suhtes. Samuti uuriti eurovõlakirjade võimaliku mõju kriisiriikidele.

Ekspertide arvamusele tuginedes võib väita, et praegu kasutusel olevad keskpanga programmid moonutavad oluliselt euroala võlakirjade turgu. Hetkeolukord on näiliselt parem, kuid võib programmide lõppemisel kiiresti kriisi haripunkti sarnasesse olukorda jõuda. Samuti näitavad saadud tulemused, et praegusel hetkel on igasuguste eurovõlakirjade rakendamine poliitiliselt ja majanduslikult problemaatiline. Erinevad eurovõlakirjade lahendused (*sinise-punase võlakirja* ettepanek, autori pakutud lisaintressiga võlakiri) ei ole ekspertide silmis paremad kui tavaline eurovõlakiri, kui arvestada sellega, kuidas kehtivate reeglite täitmist on riiklikul tasemel välditud. Vaadates hetkeolukorda turgudel, siis ülimaldaste intressimäärade tingimustes ei ole ühiste eurovõlakirjade kasutusele võtmine hetkel vajalik, kuid uue mudeli väljatöötamisega võib tegeleda just praegu, et järgmise finantskriisi alguseks oleks võimalik realistlik lahendus välja pakkuda. Intervjuudest saadud tagasiside põhjal võib arvata, et kriisiriikidele oleksid eurovõlakirjad kriisi haripunktis kasuks tulnud, kuid tuuakse välja võimalikud pikaajalised negatiivsed mõjud nagu näiteks veelgi väiksem poliitiline motivatsioon struktuurseid reforme teha.

Pigem arvasid eksperdid, et enne tuleb liikuda euroala tasemel fiskaalliidu poole, seda kasvõi osalise ühise eelarvega. Seega peaks poliitiliselt realistlik eurovõlakirjade mudel sisaldama ühise eelarve komponente ja seda poolt põhjalikumalt kvalitatiivselt või kvantitatiivselt modelleerima. Modelleerimist tuleks teha koos võimaliku üleminekuga ühisele fiskaalpoliitikale või peaks ülemineku tingimused olema konkreetselt seotud valitsuse kulutamise piirangutega. Samas võib piisata ka antitsükllisest EL eelarvest, mis oleks vähemalt 3% SKP-st, et see nõue täita. Töö autorile teadaolevalt pole euroala tasandil modelleeritud eurovõlakirju koos detailse ühise fiskaalpoliitikaga. Samuti tuleb detailsemas mudelis arvestada võimaliku reeglite mittejälgimist riikide poolt ja seda ühe stsenaariumina arvesse võtta. Analüüsida võib seejuures nii ajaloolist kogemust näiteks seoses Stabiilsuse ja kasvupakti reeglitega kui ka ühe või mitme riigi reeglitest kõrvalekaldumise mõju eurovõlakirjade programmile. Reeglid peaksid lisaks arvestama majandustsükleid ehk andma võimaluse kriisi ajal juurde laenata või ajutise erandi teha. Kindlasti ei tohiks oluliselt piirata laenamist sellel hetkel, kui seda kõige rohkem vaja on. Samas võiks näiteks riiklikul tasandil kehtestada võlalaet, et üleliigne kulutamine vaos hoida, kuid seda peaks olema võimalik vajaduse korral tõsta. Teoreetiliste eurovõlakirjade mudelite arendamisel on seni arvestatud sellega, et eurovõlakirjade koosseisu võetakse ainult riike, kes vastavad kõige kõrgematele kvaliteedinõuetele, näiteks on nende põhiseadus muudetud vastavalt, et üleliigne kulutamine ei oleks võimalik. Seni ei ole autori teada arvestatud ega modelleeritud võimalusi, kus eurovõlakirjade koosseisu satub riik, kes hakkab reegleid rikkuma ja seetõttu võib see olla huvitav uurimisteema tulevikuks.

Fiskaalliidu eelistamine ekspertide poolt on seotud ka riskide mittejälgimise sooviga. Nimelt tuuakse välja, et praegused abipaketid on piiratud mahuga, kuid eurovõlakirjade tegemisel on potentsiaal piiramatu mahuga riikidevaheliste riskide jälgimise tekkimiseks. Oma olemuselt on praegused abiprogrammid siiski otseselt võrreldavad kriisiriikide eurovõlakirjadega. Näiteks saab kasutada olemasolevaid institutsioone (näiteks EFSF või ESM) mudelina, mille teoreetiliselt põhikirja korrigeerimisel ja mahu suurendamisel ongi tegemist eurovõlakirjadega. Võib väita, et hetkel liigutakse ikkagi riskide jälgimise suunas ja kuigi fiskaalkokkulepet on Euroopa Liidu tasemel karmistatud, ei ole ekspertidel kindlat veendumust, et kõik riigid seatud reegleid täidavad. Uue kriisi tekkimisel või käesoleva kriisi süvenemisel võib eeldada, et

käesolevaid meetmeid suurendatakse veelgi, mis toob kaasa riskide veelgi suurema jaotumise riikide vahel. Seega võib realiseeruda olukord, mida tuuakse peamise põhjusena eurovõlakirjade kasutusele võtmise vastu.

Olulise probleemina toodi veel välja moraalirisk ehk võimalus, et nõrgemad riigid hakkavad olukorda enda kasuks ära kasutama. Siin võib aidata autori pakutud kõrgema lisaintressi rakendamine, sest see võib anda investoritele märku, et midagi on valesti, informeerida avalikkust, et riik ei käitu võlakirjade väljastamisel vastavalt kokkulepitud korrale ja olla stiimuliks, et vähendada võlakirjade mahtu. Samas, et ei tekiks ebavõrdse kohtlemise ohtu, võib lisaintressist saadava tulu suunata näiteks fondi, mille rahad saaks kasutada sama riigi struktuursete probleemide lahendamiseks ja pikaajalise jätkusuutlikkuse parandamiseks. Probleemiks selle ettepaneku puhul on ekspertarvamuste kohaselt raskus leida õige suurusega lisaintress ja programmi rakendamine, sest poliitiliselt on keeruline sundida juba kriisis olevatel riikidel midagi juurde maksma. Samuti on sellise mudeli puhul juba eelnevalt mainitud oht, et riigid ei pea reeglitest kinni ja sellisel juhul kaob takistus teiste arvelt rohkem laenamast. Seetõttu pakuti autori poolt intervjuudes välja automaatne reegel ülelaenamise piiramiseks. Sellise reegli peamiseks probleemiks arvati olevat, et kriisi ajal võib see takistuseks saada, kui on vaja rohkem juurde laenata, et näiteks investorite paanika peatada. Seega jäi konkreetsete reeglite kujundamine käesoleva töö mahust välja ja sobivate reeglite väljatöötamine lisaintressiga skeemi puhul pakutakse välja edaspidise uurimisteenamana. Autorile teadaolevalt pole sarnase mudeli kvantitatiivset modelleerimist varem tehtud.

Keeruliste abiprogrammide ja suurte operatsiooniliste kulude kohta arvati, et nende kokkuhoidmine ei kaalu üles poliitilist ebastabiilsust, mis võiks tekkida eurovõlakirjade kasutuselevõtmisel. Ökonomistid leidsid, et abiprogrammide keerukus on hea, sest see takistab riikidel ja riiklikel institutsioonidel olukorda enda kasuks ära kasutada. Portfelli haldurid hindasid keerukust negatiivseks ja pidasid USA võlakirjaturgu palju selgema ja parema ülesehitusega turuks. Praeguse süsteemi oht on, et riskid on läbi abiprogrammide, keskpankade ja ühise raha juba teatud määral jaotunud, kuid see ei pruugi poliitiliste otsuste tegijatele täielikult selge olla. Samuti ei ole praegu piiri seatud, kui suures osas võivad riikide maksejõuetuse riskid liikuda ühelt riigilt teisele. Vastavates uurimistöodes ei ole kriisimeetmetega seotud aspekte seoses

eurovõlakirjadega analüüsitud ning see võib tulevikus kriisimeetmete laiendamisel taas aktuaalseks teemaks muutuda. Paljudes intervjuudes välja toodud ühiste eurovõlakirjade probleemid kehtivad praeguste abiprogrammide ja kriisilahendusmeetmete kohta. Ühine valuuta soosib aga eurovõlakirjade suunas liikumist, sest teatud riskid on paratamatult riikide vahel juba jagatud.

Portfelli haldurite meelestatusest võib välja lugeda, et kriisiriikidel läheb usalduse taastamisega veel aega, sest teatud riike ei taheta jätkuvalt võtta isegi teoreetiliste eurovõlakirjade koosseisu. Seetõttu võib nii praegu kui ka tulevikus, kui praegused kriisimeetmed lõppevad, olla aktuaalne kriisiriigi võlgade refinantseerimise teema ja erinevad võimalused, kuidas vähendada euroala võlakirjaturu killustatust. Konkreetne raamistik tuleb arendada välja ajal, kui kriisi ei ole, et seda oleks võimalik vajaduse ilmnemisel koheselt rakendada. Seega tuleb eurovõlakirjade raamistikku uurida, arendada ja modelleerida praegu, kuid selle väljapakkumine peaks toimuma hetkel, kui võlakirjaintressid tõusevad ja kokkuhoid intresside pealt jälle aktuaalseks muutub ehk järgmise kriisi ajal.

## VIIDATUD ALLIKAD

**A** (Eesti Panga portfelli haldur). Autori intervjuu võlakriisi ja eurovõlakirjade teemal. Üleskirjutus. Tallinn. 03.09.2015.

A Common European Government Bond. European Primary Dealers Association, 2008. [[http://www.astrid-online.it/dossier--d1/eurobonds/EPDA\\_SIFMA-Europe-Common-Bond-Report-2008-09.pdf](http://www.astrid-online.it/dossier--d1/eurobonds/EPDA_SIFMA-Europe-Common-Bond-Report-2008-09.pdf)]. 23.04.2014.

**Antolin, Pablo; Sebastian, Schich; Juan, Yermo** The Economic Impact of Protracted Low Interest Rates on Pension Funds and Insurance Companies. - OECD Journal: Financial Market Trends. Volume 2011 - Issue 1, 2011, 20 p. [<http://www.oecd.org/finance/financial-markets/48537395.pdf>]. 5.10.2014.

**Atkins, Ralph** Bond moves set to measure success of ECB's QE - Financial Times, 6.03.2015. [<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f5011654-c412-11e4-9019-00144feab7de.html>]. 08.04.2015.

**Bauer, Christian; Herz, Bernhard; Hild, Alexandra** Structured Eurobonds. - Research Papers in Economics. No 9/11, 2011 [[https://www.uni-trier.de/fileadmin/fb4/prof/VWL/EFW/Research\\_Papers/2011-09.pdf](https://www.uni-trier.de/fileadmin/fb4/prof/VWL/EFW/Research_Papers/2011-09.pdf)]. 06.04.2015.

**Beetsma, Roel; Mavromatis, Konstantinos** An Analysis of Eurobonds. - C.E.P.R. Discussion Papers, 2012 [<http://econpapers.repec.org/paper/cprceprdp/9244.htm>]. 11.04.2015.

**Belke, Ansgar** Impact of Low Interest Rate Environment. - Ruhr Economic Papers Nr. 429, 2013.

**Boone, Peter; Johnson, Simon** Will the politics of global moral hazard sink us again? - The Future of Finance: The LSE Report, 2010, pp. 253-255.

**Borio, Claudio E.V.; McCauley, Robert N.** THE ANATOMY OF THE BOND MARKET TURBULENCE OF 1994 – BIS Working paper No. 32. Basle, 1995. [<http://www.bis.org/publ/work32.pdf>]. 14.11.2014.

**Brunnermeier, Markus K; Nagel, Stefan** Hedge Funds and the Technology Bubble - The Journal Of Finance. Vol. LIX, No. 5. 2004. [[http://scholar.princeton.edu/sites/default/files/hedgefunds\\_bubble\\_0.pdf](http://scholar.princeton.edu/sites/default/files/hedgefunds_bubble_0.pdf)]. 28.11.2014.

**Buiter, Willem** The Euro Area: Monetary Union or System of Currency Boards? - Global Economics View, Citi Research, 19.03.2015, 41 p.

**Buiter, Willem; Corsetti, Giancarlo; Roubini, Nouriel** Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht - C.E.P.R. Discussion Papers, 1992.

**Claessens, Stijn; Mody, Ashoka; Vallée, Shahin** Paths to Eurobonds - IMF Working Paper. 2012, 39 p. [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12172.pdf>]. 6.04.2015.

CO-ORDINATED PUBLIC DEBT ISSUANCE IN THE EURO AREA, Giovannini Group 2000, 12 p. [[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication6372\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6372_en.pdf)]. 23.04.2014.

**De Grauwe, Paul** The Governance of a Fragile Eurozone - Centre for European Policy Studies, 2011, 28 p. [[http://astrid.eu/Riforma-de/Studi-e-ri/Archivio-27/CEPS\\_De-Grauwe-on-Eurozone-Governance\\_04\\_05\\_11.pdf](http://astrid.eu/Riforma-de/Studi-e-ri/Archivio-27/CEPS_De-Grauwe-on-Eurozone-Governance_04_05_11.pdf)]. 23.04.2015.

**E** (Eesti Panga portfellihaldur). Autori intervjuu võlakriisi ja eurovõlakirjade teemal. Üleskirjutus. Tallinn. 13.03.2015.

**Elliott, Larry** Low interest rates and QE: the winners and losers. – The Guardian, 2012 [<http://www.theguardian.com/business/2012/mar/08/low-interest-rates-qe-winners-losers>]. 24.10.2014.

ESRB General Board meeting in Frankfurt. European Systemic Risk Board, 2012. [<https://www.esrb.europa.eu/news/pr/2012/html/pr121220.en.html>]. 17.10.2014.

ESRB General Board meeting in Frankfurt. European Systemic Risk Board, 2014  
[<https://www.esrb.europa.eu/news/pr/2014/html/pr140925.en.html>]. 18.10.2014.

European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM). European Commission, 2014.  
[[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/eu\\_borrower/efsm/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm)]. 7.04.2015.

**F** (Eesti Panga portfellihaldur). Autori intervjuu võlakriisi ja eurovõlakirjade teemal. Üleskirjutus. Tallinn. 16.03.2015.

Fiscal policies, European Central Bank, 2015  
[<https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/fiscal/html/index.en.html>]. 13.04.2015.

**Fujii, Mariko; Kawai, Masahiro** Lessons from Japan's Banking Crisis, 1991–2005 - Asian Development Bank Institute. 2010, 23 p.  
[<http://www.adbi.org/files/2010.06.29.wp222.lessons.japan.banking.crisis.1991.2005.pdf>]. 8.11. 2014.

Global Financial Stability Report: Grappling with Crisis Legacies. Chapter 2: Long-Term Investors and Their Asset Allocation: Where Are They Now? - International Monetary Fund, 2011. pp. 55-102.  
[<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2011/02/pdf/text.pdf>]. 5.10.2014

**Holzhausen, Arne; Sikova, Sabina** The impact of the low interest rate policy on private households in the eurozone – Group Public Policy & Economic Research, Working Paper No. 176, 2014, 15 p.  
[[https://www.allianz.com/v\\_1411380049000/media/economic\\_research/publications/working\\_papers/en/NiedrigZinsreporte.pdf](https://www.allianz.com/v_1411380049000/media/economic_research/publications/working_papers/en/NiedrigZinsreporte.pdf)]. 23.10.2014.

**Holt, Jeff** A Summary of the Primary Causes of the Housing Bubble and the Resulting Credit Crisis: A Non-Technical Paper - The Journal of Business Inquiry, Vol. 8, Issue 1, pp. 120-129, 2009.  
[<http://www.uvu.edu/woodbury/docs/summaryofthepriarycauseofthehousingbubble.pdf>]. 13.05.2015.

**Khatri, Arun** Hedge Funds and Asian Crisis: A Perspective of Hot Money and Structural Deficiencies - Jindal Global Law School, 2011, 17 p.

[[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1802324](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1802324)]. 21.11. 2014.

**L** (Eesti Panga ökonomist). Autori intervjuu võlakriisi ja eurovõlakirjade teemal. Üleskirjutus. Tallinn. 19.03.2015.

Lending capacity (Forward Commitment Capacity). European Stability Mechanism, 2015. [<http://www.esm.europa.eu/assistance/FCC/index.htm>]. 7.04.2015.

Lending operations. European Financial Stability Facility, 2015. [<http://www.efsf.europa.eu/about/operations/>]. 7.04.2015.

**M** (Finantspoliitika ja välissuhete asekanstler). Autori intervjuu võlakriisi ja eurovõlakirjade teemal. Üleskirjutus. Tallinn. 19.03.2015.

**Mishkin, Frederic S.** The economics of money, banking, and financial markets, 7th ed, Addison Wesley, 2004, 850 lk.

**Nielsen, Pernille Bomholdt** ECB research #4: Implications of negative rates – the Danish experiences - Danske Bank Markets, 2014, 7 p.

[[http://danske-research.danskebank.com/link/ResearchECB4230514/\\$file/Research\\_EC\\_B\\_4\\_230514.pdf](http://danske-research.danskebank.com/link/ResearchECB4230514/$file/Research_EC_B_4_230514.pdf)]. 12.04.2015

**O** (Eesti Panga portfelli-haldur). Autori intervjuu võlakriisi ja eurovõlakirjade teemal. Üleskirjutus. Tallinn. 13.03.2015.

Open market operations, European Central Bank. 2015. [<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>]. 7.04.2015

OPINION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK, European Central Bank. 9.12.2010 [[https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2010\\_88.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2010_88.pdf)]. 6.04.2014.

**P** (Eesti Panga ökonomist). Autori intervjuu võlakriisi ja eurovõlakirjade teemal. Üleskirjutus. Tallinn. 27.03.2015.

**Porzecanski, Arturo C.** Behind the Greek default and restructuring of 2012 - MPRA Paper No. 42432, 2012, 16 p.

[[http://mpa.ub.uni-muenchen.de/42432/1/MPRA\\_paper\\_42432.pdf](http://mpa.ub.uni-muenchen.de/42432/1/MPRA_paper_42432.pdf)]. 13.04.2015.

**R** (Eesti Panga riskispetsialist). Autori intervjuu võlakriisi ja eurovõlakirjade teemal. Üleskirjutus. Tallinn. 05.03.2015.

**Santis, Roberto A. De** THE EURO AREA SOVEREIGN DEBT CRISIS - Macroprudential Research Network, 2012

[<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1419.pdf>]. 10.04.2015.

**Soto, Jesús Huerta de** Money, Bank Credit, and Economic Cycles, 2nd ed English. Madrid: Ludwig von Mises Institute, 2009, 938 p.

**Sinn, Hans-Werner; Wollmershaeuser, Timo** Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility - NBER Working Paper No. 17626, 2011, 43 p.

**Stinglhamber P., Nieuwenhuyze Ch. Van and Zachary M.-D.** The impact of low interest rates on household financial behaviour - Economic Review, issue II (September), 2011. pp. 77-91.

**T** (Pensionifondide portfelliholdur). Autori intervjuu võlakriisi ja eurovõlakirjade teemal. Üleskirjutus. Tallinn. 20.03.2015.

Towards a Common European T-Bill. European Primary Dealers Association, 2009. [[www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=147](http://www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=147)]. 23.04.2014.

**V** (Eesti Panga portfelliholdur). Autori intervjuu võlakriisi ja eurovõlakirjade teemal. Üleskirjutus. Tallinn. 23.03.2015.

**Vranceanu, Radu** The Euro Sovereign Debt Crisis and the Built-in Instability of the Euro - ESSEC Working paper, 2013.

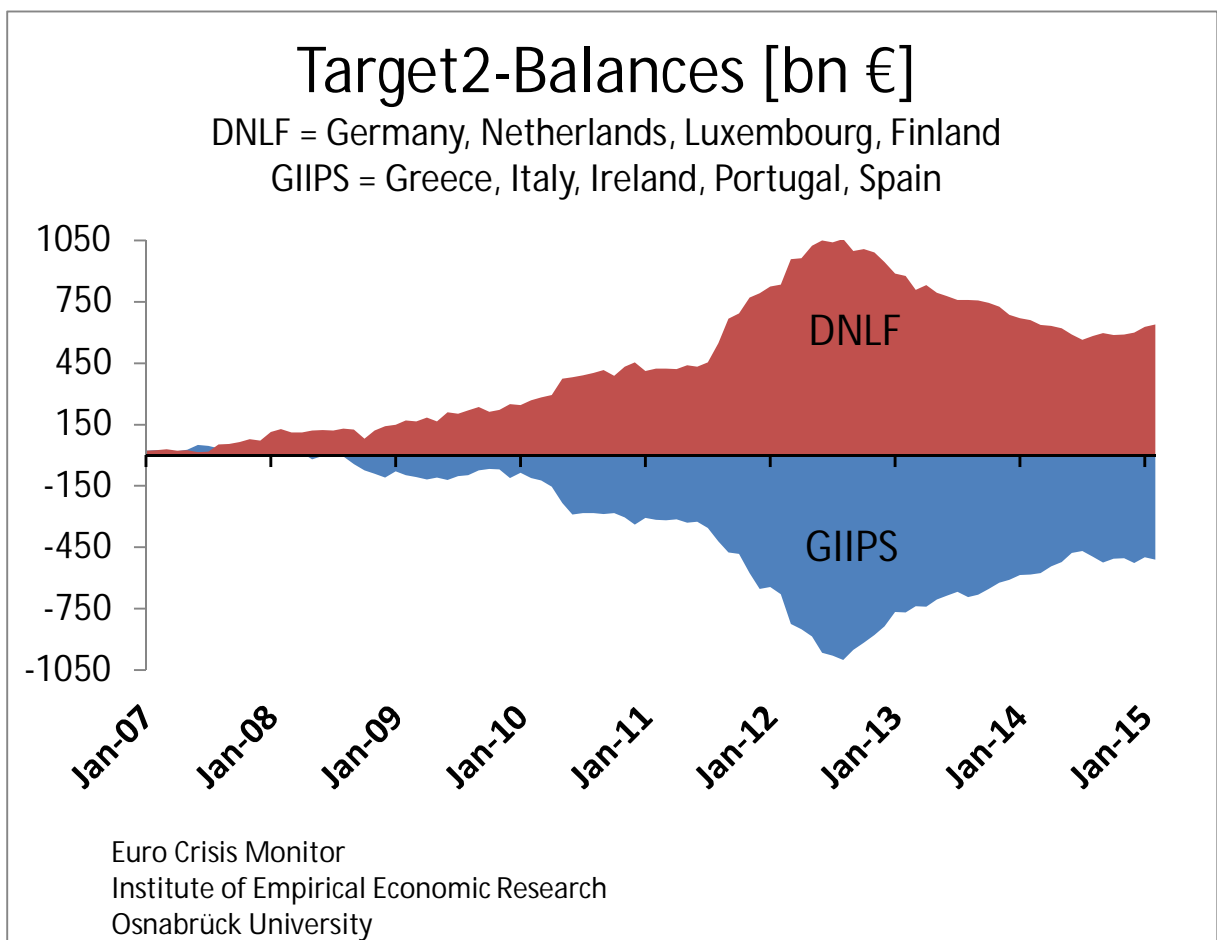
**Weizsäcker, Jakob von; Delpla, Jacques** The Blue Bond Proposal - Bruegel Policy Brief, issue 03, 2010, 8 p. [<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/>]. 13.05.2015

**Wilson, James; Wigglesworth, Robin; Groom, Brian** ECB 'ready to do whatever it takes' – Financial Times, 2015. [<http://www.ft.com/cms/s/0/6ce6b2c2-d713-11e1-8e7d-00144feabdc0.html>]. 10.04.2015.

**Wyplosz, Charles** EMU: Why and How It Might Happen - Journal of Economic Perspectives. Vol. 11, issue 4, 1997, pp. 3-21.

## LISAD

### Lisa 1: Joonis



**Joonis 9:** Target 2 kontojääk

## **Lisa 2: Küsimustik**

### **Intervjuu Eurovõlakirjade teemal**

Sissejuhatus: seoses eurosooni võlakriisiga, mis algas 2009. aastal ja mida pole seni täielikult lahendatud, tekkis idee teha lõputöö vaadates võlakirjaturgu ja eelnevalt väljapakutud võlakirjaturu lahendusi, mis aitaksid ühise valuutaga kuid killustunud finantsturgudega rahaliidul kriisist välja tulla.

Töö jaoks uuritakse, millised tunnused võiksid olla ühistel eurovõlakirjadel – kasutades selleks ekspertide arvamusi.

### **Ekspertide kogemuste kirjeldus ja euroala võlakirjaturu praegune olukord**

1. Teie ametikoht, kogemus, haridus? Kas saate oma töös osaleda otsustamises milliste riikide võlakirjad ostetakse portfelli?
2. Kas puutute või puutusite oma töös kokku võlakirjakriisiga (või koguni kriisi lahendamise)? Mis moel?
3. Mida Te arvate praegusest olukorrast euroala võlakirjade turul? Kas erinevate euroala riiklike võlakirjade vahelised erinevused on investori seisukohast kriisi tipule järgneval ajal vähenenud (*st kas turu killustatus on vähenenud*)?
4. Kuidas hindate kogu euroala võlakirjaturu praegust seisut võrreldes näiteks USA-ga? Millised on eelised ja puudused, kui vaadata euroala võlakirjaturgu kui tervikut?
5. Kas euroala võlakirjade turu struktuur on Teie arvates peale kriisi piisavalt muutunud? Milliseid olulisi muutusi olete veel täheldanud euroala võlakirjade turul?

### **Eurovõlakirjad – milline võiks olla ühiste võlakirjade optimaalne struktuur?**

6. Kas võlakirjaturu struktuuri muutmine võiks aidata kriisi lahendamisele kaasa?

7. Kas Eurovõlakirjade väljaandmisel on vaja klausleid/eritingimusi/reegleid, mis parandavad kogu turu jätkusuutlikkust (ja aitaksid koguni ära hoida järgmist kriisi?) Millised need võiksid olla?
8. Kas ühiselt välja antavatel Eurovõlakirjadel peaks toimuma riskide jagamine? Kas see aitaks alandada ja/või ühtlustada riikide intressimäärasid? Mis erisusi peaks/võiks riskide jagamisel euroalal rakendada?
9. Kas Eurovõlakirjadele võiks lisada mingi **automaatse** reegli, mis piirab ülelaenamist?
10. Millised võiksid olla Eurovõlakirjade eelised ja puudused?
11. Kas riike, mille võlatase on üle lubatud normi (olgu selleks normiks võla suurus 60% SKP-st või midagi muud) tuleks võtta Eurovõlakirjade programmi koosseisu?
12. Kui kriisiriikidele rakendada mingeid eritingimusi, kas see muudab Eurovõlakirjad investorite jaoks atraktiivsemaks? Milliseid erimeetmeid võiks rakendada?

### **Mõju kriisiriikidele**

13. Kas euroala võlakriisi ajal oleksid kriisiriigid ühistest Eurovõlakirjadest rahaliselt või muul moel võitnud? *Võimalusel näited, kuidas eraldiseisvad võlakirjad põhjustasid kriisiriikidele probleeme?*
14. Kas Eurovõlakirju oleks võimalik nii struktureerida, et teatud tingimuste rikkumisel kehtestatakse probleemsele riigile lisaintress, mille tulud liiguvad riiklikusse fondi? Kas lisaintress ülelaenanud riikidele mõjuks võla kasutamist piirava vahendina? Milliseid vahendeid võiks veel ülelaenamise piiramiseks rakendada?
15. Kas ootamatute kriiside/probleemide korral aitaks riiklik kohustuslik stabiliseerimisfond? Kui suur võiks selline fond olla, et avaldada olulist mõju turgudele?

16. Kas iga riigi jaoks ühtne EU seadusega paika pandud riigi pankrotistumise protsess aitaks parandada euroala võlakirjaturu stabiilsust või pigem vähendaks seda? *Spekulantidel oleks eesmärk paigas?*

*Lõpetuseks, millised kommentaarid ja mõtted tekkisid seoses võlakriisiga, ühise võlakirjaturuga ja juhul kui Eesti peaks tulevikus välja andma võlakirju, siis kas seda oleks mõistlikum ise teha või Eurovõlakirjade skeemi all?*

## SUMMARY

### EUROBONDS AS A SOLUTION TO THE EUROPEAN DEBT CRISIS

Dmitri Teras

The topic of this master's thesis was chosen, because starting from the year 2009 the European and world financial markets are being influenced by the Eurozone debt crisis and a definite solution is yet to be found. The situation that unfolded at the peak of the crisis, where some member states in the Eurozone had to pay a very high interest and others had to effectively guarantee their debt, was found to be unsustainable.

If the current crisis gets worse or a new crisis emerges, would it be possible to use Eurobonds as part of a solution? Why has there been no implementation of Eurobonds yet? Is one model for Eurobonds better than the other? Finding answers to these questions warrants further research on this topic.

The aim of this research is to describe, using expert opinions, the current situation in the bond markets of the Eurozone, find out whether it is possible to implement common bonds, and in case it is possible, find the best theoretical option. Because of new crisis resolution measures, and non-standard monetary policy of the central bank, experts are asked about current problems in the bond markets and whether Eurobonds could help with solving these problems. The interviews also contained questions about possible impact on the countries most impacted by the crisis. The opinion of Estonian experts is important, because Estonian organizations participate through multiple organizations in the decision process of the euro area, where every country can have an impact on the decisions taken.

Based on the mentioned objectives the following research tasks were set for this master's thesis:

- To provide a brief overview of the largest debt crises in the last century;

- To explain and provide a brief overview of previous theoretical proposals for different Eurobonds;
- To provide a brief overview of the impact of low interest rates to the real economy, also a brief overview of different bailout programs and find the amount of risk sharing between euro area countries;
- To prepare an interview questionnaire, that can be used to get an overview of the current situation in the euro area government bond markets, study the possibility of common Eurobonds and possible impact of Eurobonds to the countries most impacted by the crisis;
- To conduct in-depth interviews with important experts from Estonia and analyze the answers;
- Based on the results, to provide recommendations for modeling Eurobonds in the future and compare these recommendations with theoretical studies of Eurobonds.

The theoretical part of this thesis consists of overviews of historical crises in the last century, the causes of the current Eurozone crisis from the financial markets perspective and as one part of a possible solution, descriptions of different research papers about Eurobonds.

A common feature of historical crises is the constant occurrence of them with new and unexpected reasons. A government bond crisis can be caused by investor's behavior in case a country has no lender of last resort. Investors can refuse to invest in government debt, even if the issuer country is solvent. This can force the issuer country to repay its debt without being able to refinance or pay more interest on the new loan. Both events can bring the country closer to default. The rise of government interest rates also gives a signal to international investors, that this country may have a problem. This may reduce investments in the country and affects directly the real economy. Eventually there may be such a large disruption in the financial system, that funds from savers may not efficiently reach productive investment opportunities. Usually the problem is solved by a central bank which protects the interests of the issuer country and has the necessary reserves or can issue national currency. The euro area has a central bank with the main

objective of maintaining price stability in the whole euro area, not to protect any specific country from default. Therefore the situation in the euro area is different from other countries and every member in the euro area may, in case certain circumstances coincide, end up in the same situation as the current countries that are impacted most by the crisis. One part of a fundamental solution to the problem could be common bonds, which would link all governments and give them a powerful tool, to divert current panics caused by investors.

The most outstanding theoretical works about Eurobonds include the survey conducted by the Primary Dealers Association, the Blue Bond proposal and a summary by the IMF about the most important works done on this subject. The present study also gives a brief overview about the currently implemented crises solutions, which include low interest rates and other monetary policy measures of the European Central Bank, and bailout programs for countries. Low interest rates divide winners and losers among countries and create fragmentation in the euro area. The theoretical size of current crisis measures is comparable in size to bond markets of smaller euro area countries. In case the current crisis continues or a new crisis starts, the programs will probably be expanded even more. Therefore the current crisis solution frameworks can be compared to Eurobonds, which are being implemented after the crisis, to alleviate the consequences. Eurobonds may be one possibility to avert the financial crisis beforehand.

For the purpose of this research interviews were conducted with experts from Eesti Pank, the central bank of Estonia; one expert from the Ministry of Finance of Estonia and one expert from a commercial bank. The qualitative research leads to conclusions which can be helpful in determining how to make a more realistic Eurobond model. Expert opinions were also used to assess the current situation in the euro area bond markets, compare euro area bond markets to USA bond markets and find out about the possibility of implementing Eurobonds. Questions were also asked about the possible impact of Eurobonds on the crisis countries.

Based on expert opinions it can be said that current central bank programs materially distort the euro area bond markets. For now the problems seem to have been resolved,

but after the implemented programs end, the situation can change towards a similar condition like during the peak of the crisis. The results of the interviews also show that currently it would be politically and economically difficult to implement any kind of Eurobonds. Different proposals (Blue Bonds, bonds with additional interest suggested by the author) are not seen as superior by the experts. Instead standard Eurobonds are preferred, as the current avoidance of rules by the member countries is taken into account. Considering the current very low interest rate environment in the markets, it is not needed to implement Eurobonds to lower interest costs even more. However, developing a new model should be done now, so that there would be a realistic solution when a new financial crisis emerges. Based on the interviews it can be said that the crisis countries would have gained from Eurobonds during the peak of the current crisis, but long-term negative consequences were also pointed out, like concurrent reduced political motivation to do necessary structural reforms.

The experts supported the idea that first the euro area should move towards a more integrated fiscal union, or at least have a partial common budget. Therefore a politically realistic Eurobond model should contain components of common fiscal policy and model it either qualitatively or quantitatively. A more detailed model should also take into account the possibility that countries do not always follow the rules or at least model it as one likely scenario. This study proposes that a future analysis could incorporate historical experience or assess the impact on the Eurobond program, when one or multiple countries do not follow the stipulated rules. Currently there are no theoretical models known to the author, which would model Eurobonds together with detailed analysis of a common fiscal policy and scenarios for cases, where some countries do not follow the proposed rules.

The preference of a fiscal union by the experts is related to the preference of minimizing risk sharing among countries. It is pointed out that the size of current bailout measures is fixed, but Eurobonds have the potential for unlimited risk sharing among countries. Current bailout programs are directly comparable to Eurobonds for the crisis countries. Therefore the current path is leading towards risk sharing and although the European fiscal agreement has been made stricter, there is no confidence among experts, that all countries will follow the rules. In case a new crisis unfolds, or the current crisis gets

worse, it can be assumed that current measures will be increased, which will lead to even larger risk sharing among countries. Therefore a situation may unfold, that is comparable to unlimited risk sharing, which is used as the main argument against the implementation of Eurobonds.

When looking at the current situation from the perspective of a portfolio manager, it can be said that it will take time before certain countries regain investors trust, because these countries are not welcome even in a theoretical Eurobond framework. Therefore, when current and future crisis measures end, the issue of refinancing crisis countries debts may come up again, probably it will be accompanied with discussions about different measures on how to reduce the fragmentation in the euro area bond markets.

**Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, Dmitri Teras,

(autori nimi)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose Eurovõlakirjad kui Euroopa finantskriisi lahendus,  
(*lõputöö pealkiri*)

mille juhendaja on Raul Eamets,

(*juhendaja nimi*)

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
  - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace´i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
  3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, **13.05.2015**