

VÕLAKRIIS EUROALAS: KAS EUROT ON ÜLDSE VÕIMALIK VEEL PÄÄSTA?¹

(sissejuhatuse asemel)

1962. aastal esitles tolleaegne Euroopa Majandusühenduse (EMÜ) komisjon saksa poliitiku Walter Hallsteini juhtimisel esmakordselt ettepanekuid Euroopa Valuutaliidu loomiseks. Nende alusel ja Prantsusmaa presidendi Valéry Giscard d'Estaing'i ja Saksamaa LV kantsleri Helmut Schmidt'i initsiatiivil otsustas Euroopa Ülemkogu 1979. aastal luua Euroopa valuutasüsteem. See plaan võttis konkreetse kuju 1992. aastal Maastrichti lepingu näol. Nüüd, 12 aastat pärast süsteemi rakendumist 1. jaanuaril 1999, seisab Euroopa valuutasüsteem oma liikmesriikide võlgade tõttu kuristiku serval. Ainuüksi Kreekal on üheksakümnes pangas, mis Euroopa stressitest osa võtsid, kuhjunud võlgu 98,2 miljardi euro ulatuses. Iirimaa ja Portugal võlgnevad samadele pankadele 52,7 und 43,2 miljardit.² Sellele lisanduvad tunduvalt suuremate euroala riikide nagu Itaalia ja Hispaania pangavõlad. Kui kõrvuni võlgades siplevate maade riigilaenu oleks võetud bilansi tegeliku päevakursiga, siis pankade omakapitali tase oleks osutunud tunduvalt madalamaks ja ilmselt oleks nende pankade stressitest lõppenud läbikukkumisega.

Siinkohal tekib küsimus, millist tähendust riigilaenu pankade jaoks üldse omavad. Riigilaenu tagavad pankadele hädavajalikkude likviidsust, kuna normaalsetel aegadel on riigi võlakirju võimalik kergesti müüa, seda enam kuna Euroopa Keskpank niisuguseid võlakirju refinantseerimise puhul tagatisena aktsepteerib. Teisest küljest toovad võlapaberid intressikasumit, mis on erilise tähtsusega niisugustele finantsettevõtetele, kus klientide hoiuste osakaal on suurem kui krediidinõudlus, nagu see on sagedasti Saksamaal hoiukassade ja muude kooperatiivsete finantsettevõtete puhul. Tulevikus suureneb riigilaenu tähtsus veelgi, kui nn Basel III reeglistiku (uued maksujõulisuse nõuded pankadele) kohaselt peab pankadel olema obligatoorne minimaalne likviidsusvaru niisuguste riiklike võlakirjade näol.

Kui enne võlakriisi algust peeti riigilaenu suhteliselt kindlaks kapitalimahutuseks, siis praegu kehtib see üha väheneva arvu riikide emissioonide suhtes. Riigivõlgade kasv läheneb ohtliku piirini ja järjest enam ähvardab riike maksujõetusse sattumine, mis toimub niipea, kui finantsturgudel nende krediidiriske üha kõrgemateks hinnatakse. Kõike seda silmas pidades tuleb veelgi rõhutada, kui tähtis on praegustest võlaprobleemidest võimalikult kiire jagusaamine.

Kreeka oma 350-miljardi euro suuruse võlakooormaga juhib niisuguste Euroopa valuutasüsteemi kuuluvate riikide pingerida, keda ähvardab riiklik pankrott.

¹ eesti keelse artikli (mis oli aluseks ka inglise keelse artikli tõlkele) terminoloogiat konsulteeris Eesti Panga Nõukogu esimees (1998-2008), Tartu Ülikooli emeritprofessor Mart Sõrg

² (saksakeelne) Handelsblatt 20.07.2011, lk 6

Kui kõrvale jätta euroala 17 valitsusliidri kriisikohtumisel 21. juulil 2011 vastuvõetud otsuste kirju kogum, tuleb võlakoormale pikaajalise vastupidamise tagamiseks kõne alla kolm põhimudelit.

☛ Laiemas avalikkuses arutatakse tihti Kreeka väljaastumist Euroopa valuutasüsteemist. Esmapälgul näib see olevat kõige lihtsam ja ka paljude jaoks kõige õigem lahendus. Seejuures tuleb aga silmas pidada, et Kreeka endise vääringu drahmi taaskasutuselevõtt tooks endaga otsekohe kaasa drastilise devalveerimise. See tõstaks küll Kreeka majanduse konkurentsivõimet, aga mis kasu oleks sellest riigi ekspordile, niikaua kui pole piisavalt tööstusharusid, mille toodang vastaks maailmaturu nõuetele, olgu selleks siis näiteks oma farmaatsia- või tarnetööstus. Teisest küljest kallineksid tohutult Kreekasse imporditavad tooted. Eriti laostavalt mõjuks devalveerimise puhul asjaolu, et kõik Kreeka kohustused on faktureeritud eurodes, mis tõstaks võlakoorma ühe hoobiga mitmekordseks. Ja siis oleks riiklik pankrott möödapääsmatu.

Ka riigisiselt oleksid tagajärjed sama katastroofilised. Drahmi drastiline devalveerimine hävitaks tavakodanike hoiused ja tooks kaasa ka arvukate ettevõtete maksejõuetuse. Esijoones satuksid löögi alla pangad, kelle mahutused riigi võlakirjadesse ületavad omakapitali umbes kahekordselt. Juba drahmi taaskasutuselevõtmise väljakuulutamine põhjustaks hoiustajate tormijooksu pankadele, et saaks oma hoiuseid veel õigeaegselt eurodes välja võtta, mis omakorda muudaks Kreeka pangad paugupealt maksevõimetuteks (ilma selletagi on hoiuste väljavool pankadest intensiivistunud).

Ka Euroopa valuutasüsteemi jaoks tervikuna poleks Kreeka väljaastumine mingisugunegi võlaprobleemi lahendus. Vastupidi – Kreeka lahkumine tähendaks euroalale tohutut šokki, millega kaasaskäiv nakatav toime või doominoefekt tekitaks laiaulatusliku tulekahjuga võrreldavaid tagajärgi. See kujutaks endast valuutaliidu ühe põhiprintsiibi rikkumist, mille mõju kestaks veel pikka aega. Antud hetkest peale arvestatakse võimalusega, et euroalast lahkujaid tekib juurde, tagajärjed oleksid niisugused, nagu juba kirjeldatud, ja sarnased spekulatsioonid põhjustaksid finantsturgudel riskitõusust tingitud laenu raha kallinemise ka teistele võlakoorma all ägavatele riikidele. Kõiki neid põhjusi silmas pidades on hädavajalik lahendada võlakriis euroala sisesealt.

☛ Rahvamajandusteadlased eelistavad nn võlgade kärpimist või restruktureerimist (*hair cut*) meetodit.³ Kreekale oleks selline '*hair-cut*' ülimalt riskantne, kuna finantsturud on nii-öelda pika vihaga ja niisama lihtsalt midagi andeks ei anna. Aastaid 1970-2010 ja kuuekümnne kaheksat riiki hõlmava Saksa ja Argentiina

³ inglise keelses erialakeeles kasutatakse niisuguses seoses piltlikku terminit *hair-cut*, sest pärast lõikust on ka juuksed kärbitud ja lühemad. Kust selline nimetus pärineb, on ebaselge. Kasutusse on see tulnud alles kahe viimase aastakümneni jooksul, pärast seda kui termin esmakordselt aastal 1989 finantsturge käsitlevates kirjutistes 'American Economic Review' lehekülgedel esines. *Hair-cut* üga on tegemist, kui näiteks võlausaldaja oma esialgselt 100-eurosest nõudest saab tagasi kõigest 30 eurot; *hair-cut* ü ulatus on sel juhul 70 protsenti.

ühisuuringu tulemused näitavad, et „*Riigid, kes oma võlgu täpselt tagasi ei maksa, ...teenivad pikaajalise ja karmi karistuse.*“⁴ Uuring näitab, et isegi viis aastat pärast *hair cut*'i meetodi kasutamist on nn karistav juurdehindlus (riski lisaintressid) ainult poole võrra vähenenud, st et on ette näha, et ka lühema perioodi jooksul on nn 'võlgade kärpimise' negatiivne mõju üsnagi tuntav.

Kirjeldatud võlgadest vabanemise mudeli puhul võib positiivsena ära märkida, et pärast niisugust operatsiooni langeb põhikoorem riiklike võlakirjade eraomanike – esmajoones pankade, kindlustusseltside ja fondide õlule. Seejuures tuleb silmas pidada aga seda, et pärast võlgade kärpimist tuleb nende nõuete väärtust ettevõtete bilanssides varem või hiljem alandada ja seega maha kanda, mille tõttu kannatab bilansiline kasum ja see omakorda vähendab maksude laekumist riigikassasse. Niisiis ei lähe lõppude lõpuks see karikas ka maksumaksjatest mööda.⁵ Kuivõrd Kreeka pankade omanduses on selliseid võlakirju, sedavõrd suurt kahju nad ka kannatavad ja neid tuleb eeldatavasti päästa kui süsteemile olulisi institutsioone värske kapitali süstimisega, mis omakorda koormab kogu Euroopa riikide ühendust.

• Kolmas põhimudel kujutab endast võlgade ümberkujundamist. Antud juhul pakutakse riigi võlapaberite omanikele võimalust vahetada oma nõuded suurtes võlgades oleva riigi suhtes kõrgemalseisva instantsi võlapaberite vastu. Kreeka kui Euroopa valuutasüsteemi liikme puhul oleks selleks Euroopa päästefond (EFSF)⁶. Kui jätta kõrvale kombinatsioon võlgade kärpimisega, siis euroala päästefond EFSF võtaks Kreeka võlakirjad üle 100-protsendilise nimiväärtusega. Erakreeditorid saaksid selle eest euroala riikide garantiidega EFSF-võlakirju, *de facto* niisiis eurobonde. Kreeka võlakirjad, mis nüüd oleksid siis Euroopa päästefondi omanduses, kujundataks ümber uuteks Kreeka riigi võlakirjadeks, mille tingimused on vaja kohandada Kreeka ebakindla majandusliku olukorraga. Võlgade edasieksisteerimine sunniks aga Kreekat kokkuhoiurežiimist ja eelarvedistsipliinist kinni pidama.

Eesmärgil, et selline võlgade ümberkujundamine vähemalt osaliselt võlgadest vabanemisele kaasa aitaks, ja et sellesse protsessi kaasataks eramajandus, tuleb võlgade ümberkujundamine kombineerida võlgade kärpimisega vahemikus 20%⁷

⁴ Siinkohal võrdle: Cruces, Juan/Trebesch, Christoph >Sovereign Defaults: The Price of Haircuts<, Juli 2011, handelsblatt.com/link. – Autorid võtsid vaatluse alla 68 riiki ja ühtekokku 182 juhtu, kui nimetatud riigid ei täitnud oma maksekohustusi. Jõuti tõdemuseni, et kui järgneval perioodil vaatluse all olnud riikide valitsused tegid finantsturgudel uusi laene, siis neid nii-öelda karistati lisaintressidega, mille suurus tõusis vastavalt koguvõla suurusele ja võlgade kärpimise ulatusele.

⁵ Eriti kehtib see pankade kohta, mis täielikult või osaliselt on riigi omanduses.

⁶ European Financial Stability Facility, lühidalt: EFSF (see on kavas 2013. aastaks püsivalt asendada Euroopa stabiliseerimismehhanismiga – lühidalt: ESM). Selleks et EFSF tohiks riigi võlakirju osta, tuleb eelnevalt muuta vastavad õiguslikke eeskirju.

⁷ Umbes sellise protsendimäära raames on oma ettepaneku teinud Rahvusvaheline Finantsinstituut (IIF, Institut of International Finance)

kuni 50%⁸. Kuivõrd see puudutab Kreeka panku, tuleb neid toetada täiendavate päästemeetmetega. Võlgade kärpimine kergendab Euroopa päästefondi seisundit ja seetõttu on fondil omakorda võimalik hõlbustada Kreeka olukorda, mille tulemusel tema võlad ja intressi maksmise kohustused vähenevad. Kreeka riigi veel kustutamata võlajäägid Euroopa päästefondi EFSF ees saab siis – nagu eespool kirjeldatud juhtumi puhul – ümber kujundada uuteks soodsamate krediitingimustega⁹ võlakirjadeks.

Reitinguagentuurid on andnud mõista, et nad käsitlevad võlgade kärpimist kui kohustuste mittetäitmist (*default*) ja reageerivad sellele finantsolukorra hinnangu alandamisega (*default-rating*). Selle tagajärjeks oleks aga, et Kreeka kulutused kapitaliturgetelt raha saamiseks püsiksid endiselt kõrgel tasemel ning võiksid ilmselt veelgi kallineda.¹⁰ Selle takistamiseks tuleks kaaluda, et eramajanduse kaasamine toimuks '*hair-cut*'i meetodi asemel pangamaksude või muude sarnaste maksude näol.¹¹

Kui pangamaksude kehtestamine puudutaks ainult hästi funktsioneerivaid panku ja need jääksid jõukohastesse raamidesse, siis oleks küsitav, kas sellest piisab Kreeka võlakoorma olulisel määral vähendamiseks. Seepärast tuleks pangamaksud kombineerida nn '*pehme võlgade ümberkujundamisega*'. Kaalumisel on kaks varianti. Esimene moodus aitaks Kreeka olukorda ajutiselt hõlbustada, olgu siis vähemalt jooksivaid maksekohustusi silmas pidades. Kõne alla tuleks ümberkujundatavate võlgade kestvusaja oluline pikendamine, madalamate intresside kehtestamine ja intresside tasumise tähtaegade edasilükkamine. Teine variant annaks Kreekale Euroopa päästefondi EFSF krediitide abil võimaluse tagasi osta omaenese võlakirju, mida järeלטurgudel pakutakse praegusel ajal tunduvalt alla nimiväärtust. Kui omanikud nendele kuuluvad võlakirjad ära müüvad, siis *summa summarum* kergendaks see Kreeka võlakoormat ja vabastaks ta edasistest intresside ja võla tagasimaksetest.¹²

⁸ Saksamaa Liitvabariigi valitsuse ekspertnõukogu on nõudnud võlgade kärpimist ligikaudu poole võrra.

⁹ Siinkohal on arutatud võlgade 15 kuni 30-aastaseid kestvusaegu. Selle aasta juulis toimunud euroala seitsmeteistkümneme riigi- ja valitsusjuhtide kriisikohtumise otsuste kohaselt nähakse ette kehtivusaja pikendamist 7,5 aastalt vähemalt 15 aastani ja intresside langetamist 4,5%-lt 3,5%-ni.

¹⁰ Murdmaks reitinguagentuuride tohutut – tegelikult vastutustundetut – mõjuvõimu, mis avaldub eriti kriisiaegadel, kui agentuuride pahatihti mõistetamatud hinnangud võivad põhjustada olukorra dramaatilist teravnemist, nõudis ELi õigusküsimuste volinik Viviane Reding sarnaste asutuste likvideerimist. Saksamaa president Christian Wulff niikaugelt oma nõudmistega ei lähe. Tema ettepanek on teha reitinguagentuurid vastutavaks juhul, kui nende hinnangud põhjustavad olulist finantskahju. – Küsitavaks jääb, kuidas kahju hüvitusnõudeid veenvalt kvantifitseerida, et oleks alust nende sissenõudmiseks.

¹¹ Kuna see looks võimaluse, et reitinguagentuurid hoiduksid krediidiriski kõrgemaks hindamast.

¹² Siinjuures jääb muidugi küsitavaks, kas reitinguagentuurid ei tõlgenda siiski sellist toimumisviisi kui pealesunnitud loobumist võlgade sissenõudmisest, mille tagajärjeks oleks finantsolukorra hinnangu langetamine (*default*).

Kokkuvõtvalt tuleb tõdeda, et võlakriisist jagusaamiseks pole kindlaid retsepte. Järelikult on praegusel hetkel veel võimatu anda hinnangut, kui tulemusrikkaks osutuvad käesoleva aasta juuli lõpul toimunud võlakonverentsil vastuvõetud otsused. Ilmselt vajavad need veel paljudes punktides konkretiseerimist ja ka laiendamist, enne kui neid ellu rakendama hakata.

Kirjeldatud riske arvesse võttes on meie arvates kõige suuremad eduväljavaated nn 'pehme võlgade ümberkujundamise' meetodil kombineerituna samaaegse pangamaksude sisseseadmisega. Põhjuseks on tungiv vajadus peatada Kreeka võlaprobleemide jätkuv teravnemine viimasel ajal, et sel viisil võita aega täiendavateks, jätkusuutlikuks majanduskasvuks vajalike meetmete rakendamiseks. Tulevikus peab Kreeka olema mitte ainult võimeline ise oma võlgu kandma, vaid pikemas perspektiivis neid ise ka tasuma. Siinkohal pole asi niivõrd karmide säästuprogrammide elluviimises, kuivõrd uute, konkurentsivõimeliste tööstusharude väljaarendamises, samaaegselt fundamentaalselt eraettevõtluskeskkonda parendades. Esmajoones tuleks mõelda suuremale õiguskindlusele¹³ ja üldisele bürokraatia kärpimisele – eriti mis puudutab välismaiseid investeringuid¹⁴ –, korrupsiooni ja onupojapoliitika vastu võitlemisele, praeguse ajani reglementeeritud turgude avamisele, riigiettevõtete erastamisele, läbipaistva ja konkurentsivõimelise maksusüsteemi¹⁵ loomisele, samuti ka selgetele palgastruktuuridele. Lisaks nendele põhitõdedele on hädavajalik avardada keskmise pikkusega ja pikaajalisi kasvuperspektiive, laiendades olemasolevaid ja luues uusi koostöövõimalusi teiste ELi liikmesriikidega. Edutotavaid investeerimisvõimalusi võib leida niisugustes valdkondades nagu infrastruktuur, taastuenergia (eriti solaartehnoloogia fotovoltseadme kujul), jõujaamade ehitus, piiriüleste võrkude väljaarendamine, infotehnoloogia, transport, telekommunikatsioon, jäätmemajandus ja turism. Arenguprogrammide finantseerimiseks on ette nähtud EL tõukefondide vahendite suurendamine ja Kreekale ettenähtud vahendite suunamine eelkõige riigi majanduskasvu ja konkurentsivõime toetamiseks. Seejuures on Euroopa Investeerimispank (EIB)¹⁶ võimalik leevendada nõutava kaasfinantseerimisega tekkivaid probleeme, juhul kui Kreeka pole võimeline vajalikku omaosalust tasuma.

August 2011

Manfred O. E. Hennies
Kiel / Warder, Saksamaa

Matti Raudjärv
Tallinn / Pirita-Kose ja Pärnu, Eesti

¹³ Muuhulgas ka kinnisturaamatute abil.

¹⁴ Nii on tegevuslubade väljastamine Kreekas liiga keeruline ja aeganõudev, lepingutest ja kokkulepetest kinnipidamine aga pahatihti ebakindel.

¹⁵ See peab käima käsikäes karmikäelise võitlusega maksupettuste vastu.

¹⁶ Euroopa Investeerimispank EIB on Euroopa Liidu institutsioon, mis toetab pikaajalisi investeringuid.