

EURO – EUROOPA STABIILNE VALUUTA

Professor Otmar Issing
Euroopa Keskpanka juhatuse liige¹

Sissejuhatus

Pisut enam kui kaks aastat tagasi võttis Euroopa Keskpank endale vastutuse Ameerika Ühendriikide järel maailmas suuruselt teise majanduspiirkonna eest. Euro on nüüd omavaluuta 300 miljoni inimese jaoks. Rahapoliitilise pädevuse üleandmisega 11 rahvusliku keskpanga poolt käis kaasas märkimisväärne skeptiline hoiak: oli ju paljudel neist seljataga pikk ajalugu ja muljet avaldavad saavutused rahapoliitikas. Skeptitsismi suurendas iseseisva keskpanga ja hetkel kaheteistkümne riigi valitsuse vaheline astümmeetria, mis lõi ajalooliselt ainulaadse olukorra.

Ühtne rahapoliitika ei ole oma senise lühikese ea jooksul läbi elanud ühtki tõsist vapustust: üleminek ühisrahale on olnud üsna sujuv ja Euroopa Keskpanka nõukogu on edukalt rakendanud ka oma mandaati säilitada ühisrahamaade hinnastabiilsus keskpikas perspektiivis. Loomulikult pole me rahul sellega, et alates möödunud aasta keskpaigast on tulnud tõdeda: harmoneeritud tarbijahinnaindeksiga (HTHI) väljendatud inflatsiooni-

tempo on kiirem kui 2% aastas. Kuid me teatasime juba enne, kui oma rahapoliitiliste põhimõtete elluviimist alustasime, et Euroopa Keskpank (EKP) ei saa täpselt kontrollida inflatsiooni lühiajalises perspektiivis ega püüagi seda teha. Näiteks nafta hinnašoki puhul. Aga meil on alust loota, et kui midagi analoogset enam aset ei leia, siis langeb HTHIga väljendatud inflatsioonimäär aasta jooksul tagasi kahest protsendist allapoole.

Nüüd te võite minult küsida, miks ma selles nii kindel olen. Siin on kolm põhilist põhjust. Kõigepealt on EKP ja ühisraha institutsiooniline alus väga tugev. Teiseks, EKP nõukogu on suutnud luua tõhusa raamistiku nii rahapoliitika kujundamise strateegiale kui ka rahapoliitilistele instrumentidele. Ja lõpuks on peaaegu kõik vaatlejad õigusega pidanud viimase kahe aasta rahapoliitikat sobivaks hinnastabiilsuse säilitamisel keskpikas perspektiivis. Kõik see peegeldub ka EKP suures usaldusväärsuses, mis ilmneb madala inflatsioonitaseme ootustes.

Institutsiooniline ülesehitus

Lubage mul alustuseks tutvustada institutsioonilist ülesehitust. Euroopa Ühenduse asutamisleping, mida ma edaspidi nimetan lihtsalt lepinguks, ja EKP mandaat loovad tugeva aluse nii tõhusa rahapoliitika arendamiseks kui ka EKPlle hea reputatsiooni ja kõrge usaldusväärsuse loomiseks.

Mina keskendun institutsioonilise ülesehituse neljale aspektile, mis on EKP hea maine ja usaldusväärsuse jaoks ülimalt tähtsad: (1) tema mandaat; (2) sõltumatus

poliitilisest sekkumisest; (3) läbipaistvus ja (4) fiskaaldistsipliini toetavad sätted.

Esiteks. Leping loob ühtsele rahapoliitikale selge eesmärkide järjestuse, pannes ülekaalukalt esikohale hinnastabiilsuse säilitamise ühisrahamaades. Siin ilmneb selgelt, et hinnastabiilsuse säilitamine on parim, mida EKP saab teha pikaajalise jätkusuutliku majanduskasvu tagamiseks, tööhõive suurendamiseks ja elatustaseme tõstmiseks. Hinnastabiilsusele antud selge eelistus

¹ Kõne, mille prof Otmar Issing pidas Londonis 21. veebruaril toimunud *Euromoney Institutional Investor Plc* üritusel. Euroopa Keskpanka veebilehe aadress on <http://www.ecb.int> (Toim. märkus).

rõhutab ka asjaolu, et Euroopa Keskpangal endal pole kõrge tööhõive ja majanduse reaalkasvu tagamiseks ei muid vahendeid kui eelmainitud hinnastabiilsuse positiivne mõju ega ka muud võimalust selle eest vastutada. Selline selge ülesannete ja eesmärkide jaotus erinevate poliitikakujundajate vahel tagab efektiivsuse, läbipaistvuse ja aruandekohustuse.

Teiseks. Lepingu kohaselt on EKP üks maailma kõige sõltumatumaid keskpanku. Sel moel on võimalik vältida poliitilist survet ning Euroopa kodanikud võivad olla kindlad, et keskpank lähtub hinnastabiilsuse säilitamise mandaati järgides pikaajalisest, kogu europiirkonda hõlmavast perspektiivist.

Kolmandaks. Lepingu kohaselt kaasneb sõltumatule institutsioonile antud tähtsa poliitilise vastutusega läbipaistev ja aruandev poliitika. Keskpanga läbipaistvus ja aruandekohustus suurendavad institutsiooni usaldusväärsust poliitikakujundajate distsiplineerimisel. Seetõttu ongi EKP läinud läbipaistvuse rakendamisel kaugele üle põhikirjas selle kohta sätestatud nõuete piiride.

Ja lõpuks lubage mul rõhutada, et leping, mida tugevdas stabiilsuse ja kasvu pakt, sisaldab olulisi sätteid, mis hõlbustavad majanduspoliitiliste põhimõtete koordi-

neerimist ja mõistliku eelarve tagamist. Euroopa Liidu liikmesriigid peavad käsitlema oma majanduspoliitikat kui ühishuvi. ECOFINi nõukogu peab formuleerima liikmesriikide majanduspoliitika üldjuhised ning jälgima majanduse arengut mitmepoolse järelevalve- raamistiku abil. Ka Euroopa Liidu liikmesriikide valitsustele kehtivad ühised käitumisnormid fiskaalküsimustes, mis väljenduvad eriti valitsussektori eelarvepuudujäägi piiramisel vastavalt asutamislepingule. Stabiilsuse ja kasvu pakt ning majanduslikku väljaaitamist keelustav põhimõte² koos lepingu muude sätetega aitavad säilitada eelarvepoliitilist distsipliini.

Tegelikult kergendab fiskaaldistsipliin keskpangal hinnastabiilsuse säilitamist ja aitab niimoodi kaudselt inflatsiooniootusi madalal hoida.

Kokkuvõttes võib öelda, et Majandus- ja Rahaliidu institutsioonide ülesehitus lähtub põhilistest probleemidest, mille lahendamiseks uus keskpank võib usaldusväärsuse loomisel kokku puutuda: ülekaalukalt on eelistatud hinnastabiilsuse säilitamist, keskpanga iseseisvuse tagamist ning mitmed sätted on mõeldud mõistliku riikliku rahastamise kindlustamiseks. Aeg on näidanud, et nende institutsiooniliste tunnusjoonte järgimisega oleme pannud aluse turvalisele valuutale.

Uue keskpanga loomine

Nüüd lubage mul aga lühidalt rääkida nii üldistest kui ka konkreetsetest rahapoliitika teostamise instrumente ja rahapoliitika strateegiat puudutavatest kogemustest, mis on saanud uue keskpanga kahe ja poole rakendamisaasta jooksul.

Oletan, et euro suhtes skeptiliselt häälestatuile oli üllatav see, et uue valuuta sünd on olnud valutum kui seda keegi oleks julgenud loota. Tõepoolest, tegemist on kiiduväärt eduga. Ühisrahale ülemineku protsess on olnud tehniliselt peaaegu veatu. Lausa üleöö sündis ühtne rahaturg, mis toimib algusest peale suuremate probleemideta, vaatamata märkimisväärsele tehingute hulgale. Lühiajaliste intressimäärade kõikumine on olnud tagasihoidlik ning põhiline refinantseerimisalane tegevus, sealhulgas püsivõimalused ja kohustusliku reservi süsteem koos nõude keskmise täitmisega on seni taganud rahaturu arengu lähedaselt EKP kavatsustele.

EKP tegevuse operatsiooniline raamistik on väga turule orienteeritud, st see baseerub pakkumisel, jätab initsiatiivi pankadele ning võimaldab automaatsetel stabilisaatoritel mõjuda kohustusliku reservi nõude

kuukeskmise täitmise arvestuspõhimõtete kaudu. EKP paneb paika raamistiku ja reeglid ning pankadel tuleb leida parim võimalus stiimulite ärakasutamiseks.

Siinjuures ma peatuksin paari lausega ka rahaturu intressimääradel, mis viimaste päevade jooksul on tõusnud. Selline areng tuleneb 13. veebruari põhilisele refinantseerimisoperatsioonile tehtud pakkumiste väikesest mahust. Äsjast rahaturu intressimäärade kasvu ei tohiks käsitleda kui monetaarpoliitika põhimõtete muutumise peegeldust.

EKP rahapoliitiline strateegia on osutunud algusest peale edukaks. See on üles ehitatud peamiselt arusaamale, et rahapoliitika peab alati suutma toime tulla muutuvas ja ebapiisavalt tuntud maailmas. Lisaks ei tohi unustada, et EKP kui täiesti uue institutsiooni loomine tähendas ajaloolise järjepidevuse katkemist, mis võis tugevasti mõjutada majanduslikku käitumist ja tasakaalus struktuurseid suhteid.

Neis tingimustes eelistas EKP nõukogu võtta kasutusele sisemiselt järjepideva, kuid samal ajal ulatusliku ja

² Ingl k no-bail-out clause.

vajalikul määral paindliku suhtumise põhimõtete analüüsimisse. Otsustati, et parim moodus erapooletult stabiilse väärtusmõõdu tagamiseks on tugeva analüüsi- raamistiku loomine, mis sobiks poliitikakujundajate teavitamiseks maailmas toimuvaist muutustest. Meie peamiseks väljakutseks oli sellise raamistiku väljatöötamine ja viimistlemine.

Minu arvates lahenes teadmatust parimal moel, kui tehti teatavaks hinnastabiilsuse kvantitatiivne mõiste ja otsustati, kuidas hinnastabiilsust ohustavate riskide avastamiseks olulist teavet analüüsida ning hinnata.

Määratlus, et "hinnad on stabiilsed, kui harmoneeritud tarbijahinnaindeksi (HTHI) kasv võrreldes eelmise aastaga on alla 2%", rõhuasetusega keskpikale perioodile, oli mõeldud selguse huvides, ootuste orienteerimiseks ja mõõdupuuk, mille alusel uus sõltumatu institutsioon aru annab.

Täpselt samuti pidi eklektiline, kuid süstemaatiline hinnastabiilsuse riske puudutava teabe töötlemine taga-

ma, et meie kahesambalise rahapoliitilise strateegia raames ei jääks ükski otsuse langetamiseks vajalik tõendusmaterjal EKP nõukogu informatsioonipaketist välja. Strateegia esimesele sambale – rahale – antud oluline roll tagab selle, et monetaarnäitajate arengut vajalikul määral analüüsitakse, lähtudes asjaolust, et keskpikal perioodil on inflatsioon monetaarse olemusega. Samal ajal garanteerib strateegia teine samm muude analüüside, nt pakkumise ja nõudluse ning tootmiskulude kasvust tingitud mõju arvestamise poliitika kujundamisel. Kaks sammast koos tagavad ühest metodoloogilisest vaatepunktist lähtuva teabe ja analüüside riskikontrolli teisest vaatepunktist lähtuva teabe ja analüüside abil.

Kahest sambast lähtuvad analüüsid annavad EKP nõukogule olulist teavet ühisrahamaade majanduses ilmnevate šokkide ja võimalike hinnastabiilsuse riskide kohta. Üksteist vastastikku täiendavad kaks sammast on viimase kahe aasta jooksul edukalt toiminud majandusanalüüside kõikehõlmava raamistikuna. Strateegia on võimaldanud põhjalikult ja õigel ajal üldsusele selgitada rahapoliitilisi otsuseid.

Praegune olukord

Arvestades võimalikke kasvanud riske hinnastabiilsusele, on EKP nõukogu alates 1999. aasta novembrist tõstnud keskpanga põhilisi intressimäärasid kokku 225 baaspunkti võrra. Intressitõstmised on olnud asjakohased. Hiljutine areng viitab üha enam sellele, et keskpikas perspektiivis hinnastabiilsust mõjutavad riskid on tasakaalustatud. Ometi on rahapoliitilise strateegia kahe samba kohta käivate andmete analüüs näidanud, et on tegureid, mis võivad suurendada riske hinnastabiilsusele ning vajavad seetõttu tähelepanelikku jälgimist.

Kui alustada esimesest sambast, siis on 2000. aasta jooksul aeglustunud nii rahapakkumise kui ka laenukasv. M3 kasv on järk-järgult lähenenud 4,5%lisele referentsväärtusele, kinnitades asjaolu, et monetaarsed ohud hinnastabiilsusele on võrreldes 2000. aasta algusega rohkem tasakaalustatud. M3 lühiajalise kasvu dünaamika oli 2000. aasta teisel poolel ilmselgelt väiksem kui sama aasta esimesel poolel. Seda kinnitab lähikuude jooksul ka M3 aastane kasvumäär, millele avaldab vähendavat mõju 2000. aasta esimeses kvartalis aset leidnud M3 märkimisväärne kasv.

Teise samba puhul on mitmed arengutendentsid pisut muutnud euroala väljavaateid. Olulisimad neist on Ameerika Ühendriikide majanduskasvu aeglustumine ja hiljutised arengutendentsid Jaapanis, mis on suurendanud ebakindlust maailma majanduskasvu tuleviku osas. Tänapäevaks on selge, et rahvusvahelised väljavaated ei ole

enam nii positiivsed kui viimase kahe aasta jooksul. Maailma SKP reaalkasv, mis 2000. aastal oli mitme aasta lõikes suurim, võib 2001. aastal muutuda mõõdukaks, kuid peaks siiski olema piisavalt suur.

Kuigi europa piirkond ei ole väliste arengutendentside suhtes immuunne, on tegemist siiski suhteliselt suletud majandusega. Maailma majanduskasvu mõõdukamaid väljavaateid võib lõppude lõpuks seostada ka ühisrahamaade majandusaktiivsuse edasise aeglustumisega, kuid ometi viitab kodumaise nõudluse dünaamika euroala jätkusuutliku kasvu perspektiivile. Sellele vaatamata võib SKP reaalkasv 2001. aastal osutuda oodatust väiksemaks. Kuid tervikuna on realistlik optimism ikkagi õigustatud.

Rääkides tarbijahinna arengust, on teada, et HTHI on ühisrahamaades mitme kuu vältel olnud üle 2%, peamiselt tänu ootamatule nafta hinna tõusule ja euro odavnemisele. 2000. aasta detsembris langes HTHI aastane kasvumäär novembrikuu 2,9%lt 2,6%le. Seda trendi oodatakse jätkuvat käesolevalgi aastal, kuigi kindlasti läheb veel aega, enne kui HTHI langeb uuesti alla 2%. Mõõdukam nafta hind ja euro vahetuskursi tõusu jätkumine aitaksid kaasa HTHIga mõõdetava inflatsiooni kiiremale alanemisele käesoleva aasta jooksul.

Pikaajaliste intressimäärade analüüsile toetuvate välis- inflatsiooni prognooside ja inflatsiooniootuste areng teki-

tab kindlustunnet. Ilmneb, et keskmises ja pikemas perspektiivis ootavad finantsturud ja majandusteadlased hindu muutuvat vastavalt EKP hinnastabiilsuse määratlusele.

Vaatamata hinnangule, et keskmises perspektiivis on hinnastabiilsust mõjutavad ohud rohkem tasakaalustatud, on siiski olemas tegureid, mis võivad riskisust tõsta ning vajavad seetõttu pidevat tähelepanu. Üks ohtudest on seotud eelseisvate perioodide palgamuutustega. On oluline, et püsiks mõõdukas palgatase. Siin peaks kaasa aitama järgmiste kuude jooksul oodatav tarbijahinna inflatsiooni langus. Ometi nõuab mõnede tööjõu hinna näitajate tõus 2000. aastal täpsemat uurimist. Teine oluline tegur on ühisrahamaade fiskaalpoliitika. Konsolideerimispüüdluste lõdvendamine praegusel etapil viib ebasoovi-

tava tsüklilise mõju avaldumiseni. Selleks, et mitte seada ohtu eelarve konsolideerimisel saavutatud edu, peab maksukoormuse vähendamisega kaasnema kulutuste strukturealne vähendamine.

Praegust olukorda hinnates tahaksin ma rõhutada aspekti, mis on niigi selge: EKP rahapoliitilised otsustused põhinevad ainult EKP rahapoliitilise strateegia kahe samba alusel antud hinnanguil ja ei millelgi muul. Hinnangu tulemus ei kajastu vähimalgi määral põhiliste refinantseerimisoperatsioonide minimaalse laenuintressi tasemes. EKP rahapoliitilisele seisukohale on oluline eelmainitud hinnang, mis jõuab avalikkuseni keskpanga hästituntud kommunikatsioonikanalite kaudu, mitte aga EKP nõukogu järgmise istungi otsustega seotud finantsturgude lühiajalised ootused.

— Europiirkonna väljakutsed —

Arvestades Ühendriikide majanduskasvu hiljutist aeglustumist, küsitakse sageli: kes võtab USAlt üle vastutuse globaalse kasvu tagamise eest? Ma väidaksin, et see küsimus on algusest peale valesti formuleeritud. Minu arvates on Ühendriikide majanduspoliitika alati ja õigustatult olnud selgelt keskendunud kodumaistele eesmärkidele. Siseriiklikust aspektist vaadatuna on USA majandusedu perioodid, st jätkusuutliku mitteinflatsioonilise majanduskasvu perioodid kokku langenud nende ajavahemikega, mil Ühendriigid on andnud märkimisväärselt panuse kogu maailma majanduskasvu ja stabiilsusse.

Põhimõtteliselt peaks sama loogika kehtima ka europiirkonnas. Euroala on suuruselt teine majanduspiirkond maailmas. Seetõttu on tema areng olulise tähtsusega ka muude piirkondade arengule ja väljavaadetele. EKP mandaadi järgi on hinnastabiilsus euroala esmane eesmärk. Hinnastabiilsus on tõesti võtmetähtsusega üldise jätkusuutliku kasvukeskkonna kujundamisel siseriiklikul tasandil.

Selles kontekstis on europiirkonna taolise suure majanduse kaalukaimaks panuseks maailma majanduse jätkusuutlikku mitteinflatsioonilisse kasvu need põhimõtted, mis võimaldavad säilitada hinnastabiilsuse "kodus". See on ainus mõistlik vastutuse jagamine maailma poliitika-elu kujundajate vahel. Kõik muu ähmastaks vastutust ja lõdvendaks aruandekohustust. See aga mõjuks negatiivselt kõigile stiimulitele.

Ütlema tagi on selge, et informatsiooni ja arvamuste vahetus, ka rahvusvahelistel foorumitel, võib aidata suur-

te majanduspiirkondade poliitikakujundajail tänu majanduskeskkonna paremale mõistmisele võtta endale ka globaalset vastutust.

Vaatamata ühisrahamaade selgelt positiivsele väljavaatele, jääb siiski palju veel teha. Samal ajal kui rahapoliitika peab jätkuvalt keskenduma hinnastabiilsuse säilitamisele, luues seeläbi ootustele usaldusväärse aluse, on euroalale heidetud väljakutse kasutada parimal võimalikul moel oma kasvupotentsiaali ja seda järgnevatel aastail suurendada.

Struktuurireformid on aset leidnud, kuid enamikus riikides ei saa nendega kaugelgi rahule jääda. Reformide ellurakendamine on otsustava tähtsusega tööjõu ja kapitali liikumise puhul, uute tehnoloogiate ja tootmismeetodite rakendamisel ning levitamisel. Tööturu suurem paindlikkus ja tööjõu kaasamisele suunatud reformid aitavad kompenseerida tööjõuliste elanike arvu tagasihoidlikumat kasvu. Teadusmahuka majanduse arendamine, investeerimispiirangute kõrvaldamine ja uute tehnoloogiate kiireks ning tõhusaks kasutuselevõtuks vajalike institutsiooniliste struktuuride loomine kiirendavad kapitali akumulereerumist. Toimuv regulatoorse keskkonna reformiprotsess loob konkurentsi soodustavad tingimused ja peaks tooma olulist majanduslikku kasu. Mõistlikud majanduspoliitilised põhimõtted, mis on suunatud majanduse tasakaalustamatuse vältimisele, ning struktuurireformid võimaldavad ühisrahamaadel paremini ära kasutada oma kasvupotentsiaali, aidates sellega kaasa ka ülemaailmsele majanduskasvule ja stabiilsusele.

Järeldused

Lõpetuseks lubage mul meenutada eelpool öeldut. Kuigi ma ei ole rahul praeguse HTHIs väljendatud enam kui 2%lise inflatsiooniga, säilib hinnastabiilsus keskmises perspektiivis. Minu arvates on kõige olulisem asjaolu, et inflatsiooniootused keskpikaks perioodiks on ikka veel õigustatult kooskõlas hinnastabiilsuse põhimõtetega.

Meie arvates oleme hästi valmis stabiilsusele orienteeritud rahapoliitikat ellu viima ning sellega saavutame ka rahva usalduse. Euro on osutunud stabiilseks valuutaks nii Euroopa kui ka maailma majanduse jaoks ning parim, mida EKP teha saab, et saavutatu püsiks, on säilitada ühisrahamaade hinnastabiilsus.