

FINANTSTURGUDE ROLL MAJANDUSKASVUS

Willem F. Duisenberg
Euroopa Keskpanga president¹

Mul on suur rõõm ja au osaleda Austria keskpanga majanduskonverentsil “Ühtne finantsturg: kaks aastat Euroopa Majandus- ja Rahaliitu”. Tahaksin kasutada võimalust ja rääkida finantsturgude rollist majanduskasvus. Esmalt vaatleksin seda, kas finantssüsteemi ülesehitus mõjutab majanduskasvu. Teiseks puudutan mõne sõnaga eurotsooni finantssüsteemi arengusuunda kaks aastat pärast euro kasutuselevõttu. Seejärel kõneleksin rahapoliitika rollist finantsturgude ja majanduskasvu vastastikusel mõjus. Ja oma esinemise lõpuks käsitlen ma keskpankade osa usaldatavuse järelevalves.

Kas finantssüsteemi ülesehitus mõjutab majanduskasvu?

Finantssüsteemis liigub raha neilt, kel seda üle jääb, neile, kel seda napib. See toimub kas otse, turupõhise finantseerimise teel või kaude, pankade kaudu. Kunagine Suurbritannia peaminister William Gladstone sõnastas 1858. aastal rahastamise tähtsuse majanduses järgmiselt: “Rahandus on nagu riigi köht, millest sõltub kõigi teiste elundite seisund.”

Finantssüsteem hõlmab kõiki finantsturge, -instrumente ja -institutsioone. Kui küsida, kas finantssüsteemi ülesehitus mõjutab majanduskasvu, tuleb sellele minu arvates vastata jaatavalt. Riikidevaheliste võrdluste, eri riikide kohta tehtud uuringute ning tööstusharu ja ettevõtte tasandil teostatud analüüside kohaselt eksisteerib finantssüsteemi ajakohasuse ja majanduskasvu vahel positiivne seos. Mõningatele küsitavustele vaatamata ütleksin ma, et finantssüsteem on majanduse toimimiseks eluliselt tähtis. Majandusteadlaste seisukohad küsimuses, milline on see toimemehhanism, milles väljendub finantssüsteemi ja majanduse arengutaseme vaheline positiivne seos, on siiski veel vastakad.

Mõned teadlased lihtsalt ei usu, et finantssüsteem ja majanduskasv on omavahel olulisel määral seotud. Näiteks 1998. aastal kinnitas Robert Lucas, et majandusteadlased tähtsustavad üle finantstegurite mõju majan-

duskasvule. Veelgi enam, 1952. aastal kuulutas Joan Robertson, et *sinna, kuhu liiguvad ettevõtted, järgneb finantssektor*. Selle seisukoha järgi kujundab majanduse areng nõudluse konkreetset tüüpi finantskorralduse järele ja finantssüsteem reageerib automaatselt neile nõudmistele.

Osa majandusteadlasi aga usub kindlalt finantssüsteemi tähtsusse majanduskasvu tagamisel. Neid huvitab, milline peaks olema optimaalne finantssüsteem. Üldine arvamus näib olevat, et optimaalses, õiguslikult hästi reguleeritud finantssüsteemis peaks sisalduma nii otsene, turupõhine kui ka kaudne, pankade vahendusel toimuv rahastamine. Hästi arenenud finantssüsteemis tehakse rohkem õigeid rahastamisotsuseid, soodustades sellega ressursside paremat jaotamist ja seeläbi majanduskasvu.

Mõlemal, nii turul kui ka pankadel põhineval rahastamisel on omad suhtelised eelised. Mõne tööstusharu jaoks on teatud arenguetapil kasulik turupõhine finantseerimine. Näiteks on rahastamine aktsiaturu kaudu optimaalne neile tööstusharudele, kus toimub pidev tehnoloogiline uuendumine ja pole ühtset seisukohta selles, kuidas peaks ettevõtet juhtima. Aktsiaturg kontrollib, kas ettevõtte juhi seisukoht tootmise suhtes on mõistlik. Mõne muu tööstusharu jaoks on eelistatum finant-

¹ Lühendatud tõlge kõnest, mille EKP president pidas k.a 31. mail Viinis Austria keskpanga korraldatud majanduskonverentsil “Ühtne finantsturg: kaks aastat Euroopa Majandus- ja Rahaliitu” (*The Single Financial Market: Two Years into EMU*). Euroopa Keskpanga veebilehe aadress on www.ecb.int

seerimine pankade kaudu. See peab eriti paika nende harude puhul, mille kohta informatsioon on väga vastukäiv. Finantseerimine finantstavahendajate kaudu aitab tõhusalt lahendada laenuandjate ja laenuvõtjate vahelisi ebasoodsa valiku ja moraalse riski probleeme. Pangad oskavad eriti hästi teha vahet hea ja halva laenuvõtja vahel. Eelisolukorras on seega nende riikide majandus, kus on olemas nii arenenud pangasektor kui ka kapitaliturg. Pealegi võib ühe süsteemi kriisi korral teine süsteem olla n-ö varurattaks.

Finantssüsteem on eriti tähtis ka kapitali ümberjaotamisel, pannes seega aluse majanduse pidevale restruktureerimisele, mis on vajalik majanduskasvu toetamiseks. Arenenud finantssüsteemiga riikides võib näha, et suurem osa investeeringuid eraldatakse suhteliselt kiiresti kasvavatele sektoritele. Vaadates ajas rohkem kui sajand tagasi, tööstusrevolutsiooni aega, näeme, et Inglismaa finantssüsteem oli 19. sajandi keskpaiku tulusate ettevõtete leidmisel ja finantseerimisel edukam kui teiste riikide oma. Pankur ja kunagine ajakirja *The Economist* toimetaja Walter Bagehot väljendas seda 1873. aastal järgmiselt: "Inglismaal liigub kapital sinna, kus seda kõige rohkem vajatakse ja kus seda on võimalik kõige rohkem kasvatada. See toimub sama kindalt ja kiiresti nagu vesi saavutab õige taseme."

Tänapäeval oleks arenenud aktsiaturu puudumine väga ebasoodne igale majandusele. Aktsiakapital on uuenduslike ettevõtete tekkimiseks ja kasvuks väga oluline. Tänaastest noortest innovatiivsetest kõrgtehnoloogiafirmadest kujuneb peamine edasiviiv jõud tulevastes struktuursetes ümberkorraldustes. See aitab säilitada riigi pikaajalist kasvupotentsiaali. Finantsturgude panus selles valdkonnas on tänapäeval majanduse võistlusvõime tagamiseks hädavajalik, arvestades tihenunud rahvusvahelist konkurentsi, kiiret tehnoloogilist progressi ja innovatiivsuse tähtsustunud rolli majanduskasvus.

Viimaseil aastail on eurotsoonis kujunenud kasvavaks turusegmendiks nn uued turud, kus kaubeldakse noorte ja kasvavate ettevõtete aktsiatega. Aktsiate kaudu toimuv finantseerimine on selliste ettevõtete ja investorite jaoks eriti oluline, kui arvestada, et võimalus tulu saada on esialgu ebakindel. Aktsiafinantseerimise puhul saab

aktsia omanik osa ka tulemustest, olgu see siis positiivne või negatiivne. Pangad soovivad ei pruugi sellistele firmadele kuigi meeleldi laenu anda, sest nendega seonduvad suuremad riskid ja oht, et laen võib jääda tagasi saamata.

Uute turgude kapitalisatsiooni kogusumma viies eurotsooni riigis oli 1998. aasta alguse 7 miljardilt eurolt suurenenud 2000. aasta detsembriks 167 miljardi euron. Kuigi osa kasvust võib kanda sel perioodil toimunud aktsiahindade üldise tõusu arvele, on oluline märkida, et börsil noteeritud ettevõtete hulk suurenes peaaegu iga kuu: uutel turgudel noteeritud ettevõtete arv kasvas 1998. aasta jaanuarikuu 63-lt 2000. aasta lõpuks 564ni. Viimasel aastal on areng olnud tõesti nukker, ent uutele turgudele ongi omane tavapärastest aktsiaturgudest suurem muutlikkus, sest neil noteeritud ettevõtete arenguperspektiive on tunduvalt keerulisem määratleda.

Paljude ettevõtete jaoks on omakorda oluline pankade kaudu toimuv finantseerimine ning see aitab hästi tasakaalustada kasvupotentsiaali. Majanduskirjanduse väitel saavad pangad leevendada äkiliste majandusvapurustuste mõju oma klientidele. Pangad on valmis paljudele klientidele laenama isegi ebasoodsates tingimustes, näiteks siis, kui finantsturgude likviidsus on kahanenud.

Pangasektoril on oluline osa ka raha eraldamisel kõige tulusamatele investimisprojektidele. Nagu juba mainitud, on pangad sellised finantstavahendajad, kes lisavad kapitali eraldades sellele ka oma kulud. Seega peavad nad turumajanduse oludes püsima jäämiseks pakkuma klientidele lisasoodustusi. Pangal on raske võistelda aktsiaturuga, kui laen on sellise suurusega, mille puhul laenamise püsikulud on ebaoluliselt väikesed. Kuid väärtpaberiturg ei ole alati piisavalt likviidne ja mõned, eriti väikese ning keskmise suurusega firmad ei suuda küllaltki suure turulesisenemise kulu tõttu katta seal oma likviidsusvajadust. Veel üks panga kaudu finantseerimise eelis on seotud panganduse olemusega: laenuvõtjate ja potentsiaalsete laenuandjate vahelise informatsioonilise asümmeetria tõttu pole mõnda projekti võimalik otse finantsturul rahastada. Pangad suudavad selle lõhe ületada, sest nende eeliseks on oskus investimisprojekte hinnata.

Eurotsooni finantssüsteem pärast euro kaht kasutusaastat

Nüüd ma käsitleksin peamisi muutusi, mis on eurotsooni finantssüsteemis aset leidnud pärast kaht aastat euro kasutamist arveldusrahana.

Finantsturgude integreerumine

Euro kasutuselevõtt arveldusrahana 1. jaanuarist 1999 oli ajalooline sündmus. Üleöö konverteeriti 11 rahvus-

valuutat üheks ühiseks valuutaks. Kaks aastat hiljem sai Kreekast 12. ühisraha kasutav Euroopa Liidu liikmesriik. Kaheteistkümnest rahaliidus osalevast ELi riigist koosnev vastloodud valuutapiirkond omab maailma majanduses küllaltki suurt kaalu. Selle arvele langeb ligi 20% maailma sisemajanduse koguproduktist ja ekspordist. Euro edukas kasutuselevõtt, mis on stabiilse ja õitsva Euroopa loomisel otsustava tähtsusega, on soodustanud eurotsooni finantsturgude integratsiooni. See protsess on

samaaegne üldise globaliseerumise ja väärtpaberistumise. Paljudest muudest finantssüsteemi kujundavatest faktoritest võiks veel märkida ajaloolist tausta, tehnoloogilisi uuendusi, raha- ja eelarvepoliitikat ning õigus- ja raamatupidamissüsteeme, mis on riigiti erinevad.

Erineval määral on integreerumine aset leidnud finants-süsteemi kõigis osades. Eurotsooni rahaturg on neist üks kõige integreeritumaid. Ühtne rahapoliitika eurotsoonis tõi otsekohe integreerumise kaasa rahaturu tagatiseta segmentides, põhiliselt pankadevahelisel ja lühiajaliste tuletisväärtpaberite turul. Integreerumine süveneb ka sellistes rahaturu tagatud segmentides nagu repoturg ja lühiajaliste väärtpaberite turg, kuid neid kimbutavad endiselt tagatiste haldamisega seotud probleemid. Väljavaated on siiski paljulubavad. Kiiresti on arenenud ka eurotsooni võlakirjaturg. Eriti edukas on seal euro kasutuselevõttust saadik olnud erasektor. Selle sektori poolt välja antud pikaajaliste võlaväärtpaberite kogusumma oli 2000. aasta lõpul 22% suurem kui 1998. aasta lõpul. Kõige tähelepanuväärsem on vahest eurodes nomineeritud võlakirjade mahu kasv. Euro kasutuselevõttust saadik on võlakirjaturg suurenenud mitmekordseks ja nüüd iseloomustavad seda üle miljardi euro küündivad emissioonid. Euroopa Majandus- ja Rahaliit on kiirendanud integreerumist ka eurotsooni aktsiaturul, mille struktuurset arengut iseloomustab rida suuri ühinemisi ja ühinemiskatseid.

Õiguslik raamistik

Euroopa väärtpaberiturgude kiire kasv on toimunud vaatamata nende integreerumist takistavatele õiguslikele tõketele. Euroopa ametkonnad on täiesti teadlikud vajadusest selle probleemiga tegelda. Mitmeid takistusi nimetati hiljutises Alexandre Lamfalussy eesistumisel töötava nn tarkade komisjoni raportis. Komisjon soovib nende kiiremaks kõrvaldamiseks luua kaks uut väärtpaberiturgude tegevust reguleerivat komiteed, mis peaksid tagama normide kiirema ühtlustamise ja lihtsustama

ühenduse reeglite kohandamist kiiresti muutuvatele finantsturgudele.

Veel üheks oluliseks algatuseks oli Euroopa Komisjoni poolt 1999. aasta mais vastu võetud programm ühtse turu loomiseks finantsteenuste valdkonnas. See *finantsteenuste tegevuskavana* (*Financial Services Action Plan*) tuntud programm sisaldab rea meetmeid, määratleb eelistused ja ajagraafiku. See projekt aitaks oluliselt kiirendada majanduskasvu. Selle valguses väärivad eraldi märkimist mõned algatused. Esimene oleks *Euroopa ettevõtte põhikirja* (*European Company Statutes*) vastuvõtmine, mis on oluline ettevõtete tegutsemiskeskonnaga ühtlustamiseks ja sobiva õigusliku raamistiku loomiseks rahvusvahelistele konglomeraatidele. Teine oluline aspekt on *riskikapitalialane tegevusplaan* (*Risk Capital Action Plan*), mis aitaks finantsvooge suunata kiiresti kasvavatesse väikestesse ja keskmise suurusega ettevõtetesse. Tahaksin ära märkida ka nelja viimast algatust, nimelt e-kaubanduse põhimõtteid finantsteenuste alal; raamatupidamiseeskirjade ühtlustamist Euroopa ettevõtete jaoks; direktiivi ülevõtmispakkumiste kohta, samuti raamatupidamisalaste, õiguslike ja eelarveliste erinevuste kaotamist, mis takistavad seni tagatiste kasutamist teistes riikides. Direktiiv selles küsimuses peaks vastu võetama 2003. aastal.

Paljud neist algatustest võivad paista vähetähtsate ja mõnevõrra esoteeriliste õiguslike muudatustena, kuid need suudavad oluliselt parandada turgude sujuvat toimimist ja seeläbi kiirendada majanduskasvu. Näiteks tõk- ked, mis piiravad tagatiste kasutamist teistes riikides, takistavad arveldus- ja maksealaste infrastruktuuride edasist riikidevahelist integreerumist ja konsolideerumist ja seega ka Euroopa raha-, võlakirja- ning aktsiaturgude integreerumist. Kauplemis-, arveldus- ja makseoperatsioonide sujuv elektrooniline integreerimine aitaks oluliselt alandada tehingukulusid. Õiguslike takistuste järkjärguline kaotamine turgude edasise integratsiooni teelt aitab turge süvendada ja nende efektiivsust tõsta, mis omakorda tõhustab vahendite eraldamist kõige tulusamatele investimisprojektidele ja toetab seega majanduskasvu.

Milline on rahapoliitika ja keskpankade roll?

Hinnastabiilsus

Finantsturgude, majanduskasvu ja rahapoliitika vastastikune mõju pole keskpankurite jaoks muidugi uus probleem. Finantsturgude areng on aga tõstnud selle küsimuse poliitiliste vaidluste keskmesse. Finantsturgude jätkuv integreerumine ja süvenemine on poliitikakujundajate, eriti veel keskpankurite jaoks oluline küsimus, sest latusalt toimivad ja efektiivsed finantsturud on monetaarsete otsuste mõju sujuva ülekandumise tagamisel otsustava tähtsusega.

Parim, mida rahapoliitika saab Euroopa finantsturgude sujuva toimimise ja integreerumise ning majanduskasvu heaks teha, on hoida kurssi hinnastabiilsusele keskpikal perioodil. Selline poliitika on kasulik, sest see minimeerib inflatsiooni ja suure hinnatõusuga kaasneva ebakindluse kahjuliku mõju. Nagu me kõik teame, on hinnastabiilsus kasulik mitmel viisil. See loob mitte üksnes soodsad tingimused majandusaktiivsuseks keskpikas perspektiivis, vaid vähendab ka majanduslikku ja

sotsiaalsel ebavõrdsust, mis tuleneb inflatsioonikulude asümmeetrilisest jaotumisest erinevate majandusagentide vahel. Samuti muutuvad madala inflatsiooniootusega keskkonnas inflatsiooniriski lisatasud finantseerimise hinna määrajana suhteliselt vähetähtsaks. Selle tulemusena omandavad hinnakujunduses suurema tähtsuse muud tegurid, näiteks krediidirisk. Lõppkokkuvõttes on tulemuks finantsressursside jaotumise suurem efektiivsus.

Keskendumine hinnastabiilsusele on nüüd muutunud tööstusriikide tavaliseks lähenemisviisiks. Euroopa puhul on selline üksmeel keskpika hinnastabiilsuse kui pikaajalist majanduskasvu soodustava teguri suhtes lülitatud ka Euroopa Keskpankade Süsteemi (EKPS) põhikirja, kus deklareeritakse üheselt, et *EKPSi esmane ülesanne on säilitada hinnastabiilsus keskpikas perspektiivis*. EKP on veendunud, et selle ülesande range täitmise korral annab rahapoliitika kõige tõhusama panuse tootmise hoogsa kasvu ja rahuldavate tööhõiveväljavaadete saavutamiseks.

Finantsstabiilsus ja keskpankade roll pangajärelevalves

Majanduskasvu seisukohast mängib tähtsat rolli ka usaldatavusnormatiivide kujundamine. Järelevalve on finantsstabiilsuse valvur ja finantsstabiilsus omakorda määrab ära finantssüsteemi suutlikkuse paigutada vahendeid efektiivselt ja vältida likviidsusšokke. Finantskriisid võivad avaldada majanduskasvule sügavat ja pikaajalist negatiivset mõju, mida on näha paljudes riikides aset leidnud mitmest finantssüsteemide ebastabiilsuse perioodist. Järelevalve usaldatavusnormatiivide järgimise üle aitab majanduskasvule kaasa kahel viisil. Ennetavast perspektiivist vaadates peab järelevalve tagama kõigi finantsstabiilsust mõjutavate potentsiaalsete ohtude pideva ja igakülge jälgimise. Järelevalve roll on otsustava tähtsusega ka pärast kriisi tekkimist, et pakkuda kiiret ja korralikku lahendust. Järelevalveorganid saavad neis kahes aspektis efektiivsed olla siis, kui nad suudavad pöörata piisavalt tähelepanu süsteemsetele probleemidele, nimelt kriisi edasikandumise ohule. Et selle probleemiga tõhusalt toime tulla, peavad järelevalveorganid suutma ületada lõhe mikrotasandi informatsiooni, st iga konkreetse institutsiooni turvalisust ja usaldatavust puudutava teabe, ja makrotasandi analüüsi vahel, mis hõlmab järelevalvet kõigi süsteemiriskide avastamiseks ja makromajanduslikust või finantssektori arengust tulenevate finantsstabiilsust potentsiaalselt ohustavate tegurite kindlakstegemiseks.

See arutluskäik toetab keskpankade olulist rolli järelevalves, sest nad on traditsiooniliselt etendanud tähtsat

osa makrotasandi analüüsis ja finantsstabiilsuse säilitamisel ning on selles valdkonnas suured asjatundjad. Keskpankade hea juurdepääs mikrotasandi informatsioonile on kasulik ka keskpankade teise traditsioonilise ülesande täitmiseks, milleks on maksesüsteemi järelevaat².

Vaatamata neile argumentidele, mis kõnelevad keskpankade olulise rolli kasuks järelevalves, pole majanduskirjanduses toimuvaid vaidlusi seni lõplike järeldusteni jõutud, sest eksisteerib kaks vastandlikku seisukohta. Esimene kaalukas argument keskpankade olulise rolli vastu on viitamine konglomeraatide tekkele. See põhineb suuresti väitel, et erinevused pankade, kindlustusseltside ja maaklerifirmade vahel on ähmastunud. Ühesuguste tingimuste säilitamiseks kõigi osaliste jaoks peaks finantssektori kõigi segmentide üle järelevalvet teostama seega ühtne järelevalveorgan. Selle mõttekäigu kohaselt ei saa selliseks katusorganisatsiooniks olla keskpank, sest viimane vastutab traditsiooniliselt rahaasutuste järelevalve eest. Ma ei hakka seda küsimust siinkohal põhjalikult analüüsima. Ütleksin vaid, et minu veendumuse kohaselt on see argument oma tähtsuse kaotanud, kuna praegu teostatakse järelevalvet rohkem turust ja süsteemiriskide kasvanud tähtsusest lähtuvalt. See leevendab ka muret, kas kõigile osalistele on loodud ühesugused tingimused.

Teine peamine argument keskpankade aktiivse osalemise vastu järelevalves on väidetav huvide konflikt rahapoliitika ja usaldatavuse järelevalve vahel. Mitmed autorid on väitnud, et rahapoliitika eest vastutavale institutsioonile ei saa järelevalve teostamist usaldada, sest järelevalvega seotud probleemid, näiteks vajadus kaitsta üksikute pankade likviidsust, hakkavad rahapoliitilisi otsuseid mõjutama.

Euro tulek on aga nihutanud argumentide kaalukaasi otsustavalt keskpankade aktiivse osalemise kasuks järelevalves, seda peamiselt kahel põhjusel. **Esiteks** muutub rahapoliitika ja järelevalve huvide konflikti puudutav argument eurotsoonis ebaoluliseks, sest vastutus järelevalve eest piirdub ainult oma riigiga. Kuna rahapoliitika teostamise ja usaldatavuse järelevalve piirid ei lange enam ühte, siis on ka järelevalve eest vastutavad liikmesriikide keskpangad traditsioonilise huvide konflikti eest kaitstud.

Teine võtmeküsimus on süsteemiriskide iseloomu ja ulatuse kasv pärast euro kasutuselevõttu. Esimene otsustav muutus on seotud **finantsturgude suureneva integratsiooniga** eurotsoonis. Nagu ma juba mainisin, on pankadevaheline turg, eriti selle tagamata segment eurotsoonis juba täielikult ühtlustunud, seda tänu valuutariski kadumisele ja kohalike reaajaliste brutoarveldussüsteemide ühendamisele TARGETi abil, mis

² Ingl k *oversight*.

on Eurosüsteemi riikidevaheline suurmaksete arveldussüsteem. Teine oluline muutus süsteemiriski seisukohast on **liitumiste ja ostutehingute sagenemine ning suund finantskonglomeraatide tekkele Euroopas**, mida märgiti näiteks hiljutises G10 raportis finantssektori konsolideerumise kohta. Selles uues keskkonnas on finantsinstitutsioonid üha rohkem seotud partnerite keeruka võrguga pankadevahelisel turul ning makse- ja arveldussüsteemide kaudu ning mõju, mida nende positsioonide "lahtiharutamine" võiks avaldada varade hinnale, muutub veelgi ebaselgemaks. Need vastastikused suhted on võrreldes euro kasutuselevõtule eelnenud ajaga muutunud rahvusvahelisemaks, mis tähendab, et järelevalves tuleb pöörata palju rohkem tähelepanu kogu eurotsoonis toimuvale arengule. Eurotsooni liikmesriikide keskpankadel on selles valdkonnas suhteline eelis tänu nende vastutusele makse- ja arveldussüsteemide eest, traditsioonilisele keskendumisele süsteemiriskidele ning nende rollile Eurosüsteemi osalistena.

Minu järeldus on, et finantsstabiilsuse edukas järgimine Euroopas, mis on majanduskasvu eelduseks, võib märkimisväärselt, kui liikmesriikide keskpangad jätkavad ja isegi tõhustavad oma rolli usaldatavuse järele-

valves. Pangajärelevalve korralduslik pool näib praegu vähemalt mõnes eurotsooni riigis liikuvat teises suunas. Institutsionaalsed ümberkorraldused finantsüsteemi ühtse järelevalveorgani loomiseks on viimastel kuudel mõnes eurotsooni riigis hoogustunud, näiteks Iirimaa ja Soomes, aga ka siin Austrias, kus ühtne järelevalveorgan pankade, kindlustusseltside, väärtpaberite ja pensionifondide jaoks peaks loodama 2002. aasta alguses, vastavalt hiljuti vastu võetud finantsturgude järelevalveorgani seadusele.

Esmapilgul on selline areng vastupidine vajadusele kaasata liikmesriikide keskpangad ulatuslikumalt järelevalve teostamisse. Kuid selles valdkonnas on väga tähtsad rakenduslikud üksikasjad. Eriti oluline on sätestada tihe koostöö ja sujuv infovahetus eraldiseisva järelevalveorgani ja liikmesriigi keskpanga vahel. Siiski jääb liikmesriikide keskpankade ülesandeks kindlustada süsteemi kui terviku finantsstabiilsus ja neile tuleb anda vahendid, mis on vajalikud selle eesmärgi efektiivseks saavutamiseks. Selles mõttes on liikmesriikide keskpankade ulatuslik operatsiooniline kaasamine finantsjärelevalvesse määrava tähtsusega.

Kokkuvõtteks

Ma arvan, et kokkuvõttes võib õigusega öelda, et EMU on juba avaldanud sügavat mõju Euroopa Liidu finantsüsteemi integreerumisele. Euro kasutuselevõtt 12 liikmesriigi ühisrahana on loonud potentsiaali suurtele, sügavatele ja likviidsetele eurodega opereerivatele finantsturgudele, mis peaksid aitama kiirendada tootmise

ja tööhõive kasvu eurotsooni majanduses. See finants- ja majandusmaastikul toimuv üleminek sisaldab küll teatud potentsiaalseid riske, kuid pakub ka palju võimalusi efektiivsuse tõstmiseks ja kasvuks nii finantsturgudel kui ka kogu eurotsooni majanduses. Ma olen veendunud, et prevaleerib nende võimaluste kasutamine.