

UUENDMAJANDUS, FINANTSTURUD JA RAHAPOLIITIKA

Willem F. Duisenberg¹

Majandusteadlastena olete te kõik teadlikud erinevaist väljakutseist, millega rahateoorial on viimase sajandi jooksul tulnud silmitsi seista, nagu näiteks Keynesi revolutsioon, neoklassikaline süntees, monetaristlik kontrrevolutsioon, uue klassikalise majandusteaduse tekkimine koos ratsionaalsete ootuste mõiste ning tegeliku majandustsükli teooriaga.

Sarnaselt rahateooriale on ka rahapoliitikal tulnud vastu astuda mitmetele suurtele väljakutsetele. Me kõik teame, et majandus- ja finantskeskkond, kus rahapoliitika toimib, muutub pidevalt. Viimaseil aastail on nende muutustega kaasnenud diskussioon uuendmajanduse² üle ning, seoses rahanduse liberaliseerimise ja üleilmastumisega, ka finantsturgude kasvava tähtsuse üle. Te võite muidugi imestada, miks peaks keegi jälle uuendmajandusest kõnelema, kuivõrd seda on juba varem paljudel puhkudel laialdaselt tehtud. Minagi olen seda teinud. Kas see küsimus ei ole siis praeguseks juba *vanaks* saanud, muutunud veel üheks peatükiks majandusteaduse ajaloos?

Ma mõistan sellist muret, kuid ei kavatsegi teid tüüdata minevikusündmuste ülessoojendamisega. Soovin vaadata tulevikku, nagu see on sobilik igale keskpankurile. Räägin õpetlikest järeldustest, mida me võime teha neist üloptimistlikest lootustest, mis olid seotud selliste n-ö režiimimuutustega, nagu uuendmajanduse põhjustatud pakkumispoolne šokk, sellele järgnenud finantsbuum ning ruineeriv aktsiahindade tsükel.

Esmalt heidan pilgu neile ülesandeile, mida uus keskkond, eelkõige uuendmajandus ja kapitaliturgude suurenev tähtsus on rahapoliitika kujundajaile esitanud. Seejärel vaatlen uue keskkonna liialdusi, mis minu jaoks tähendavad spekulatiivset buumi aktsiaturgudel ning ettevõtete lähtumist lühiajalistest kaalutlustest. Lõpetuseks heidan pilgu finantsstabiilsusega seotud küsimustele ning toon ära mõningad õppetunnid tulevikuks.

■ *Uuendmajanduse paradigma* ■

Kahtlemata on maailmas viimase sajandi jooksul toimunud tohutu tehnoloogia ja tootlikkuse areng, mille tulemuseks on suur majandusaktiivsuse kasv ning inimeste rikastumine. Arvu-

¹ Lühendatud tõlge kõnest, mille Euroopa Keskpanga president Willem F. Duisenberg pidas 19. mail 2003 Zürichis kohtumisel kohaliku majandusühendusega (Zürcher Volkswirtschaftliche Gesellschaft).

² Ka *uus majandus*, ingl k *new economy*.

tused on näidanud, et 20. sajandi lõpus olid tööstusriigid kaksikümne korda paremal järjel kui sada aastat varem³.

1990. aastate teisel poolel muutus tehnoloogilise infrastruktuuri areng majandusdiskussioonide üha olulisemaks teemaks. Viimaseil aastail on eriti märkimisväärsiks sündmusteks majandusvallas olnud info- ja kommunikatsioonitehnoloogias toimunud muutuste kiirus ja ulatus ning diskussioon uuendmajanduse üle euroalal. Termin *uuendmajandus* sisu suhtes ei olegi veel suudetud täielikult kokkuleppele jõuda, kuid üldiselt iseloomustab seda potentsiaalse tootmismahu püsivalt suur kasv, mille aluseks on tehnoloogilistest uuendustest tulenev tootlikkuse tõus.

**Euroalal oli
tõendusi
uuendmajanduse
kohta juba
algusest peale
vähese või polnud
neid üldse.**

Siiski oli uuendmajanduse puhul probleemiks see, et tõendusmaterjal selle olemasolu kohta oli suhteliselt ebamäärane nii USAs kui ka euroalal, viimases isegi rohkem. Mõnede koondtasandil tehtud uuringute põhjal kalduti järeldama, et saadud andmed ei kinnita piisavalt uuendmajanduse olemasolu, samas kui mitmete mikromajanduslike uuringutega leiti tõendeid infotehnoloogia märkimisväärselt mõjust ettevõtete tootlikkusele.

Euroalal oli tõendusi uuendmajanduse kohta juba algusest peale vähese või polnud neid üldse. Loomulikult oli selge, et info- ja telekommunikatsioonitehnoloogia arengu mõju finantsteenuste turule on suur, see toob kaasa erinevaid finantsuuendusi ja uusi ärimetodeid, selliseid nagu internetipangandus, e-raha, reaaliajasaadavate kaupade müügid ja elektroonilised kauplemissüsteemid. Selle mõju reaalmajandusele oli aga palju raskem hinnata, eelkõige usaldusväärse statistika puudumise ning uuendmajandusega seotud tootlikkuse tõusu tõlgendamiskeskuste tõttu. Nagu 1987. aastal ütles Nobeli preemia laureaat Robert Solow, võib arvutiajastut märgata kõikjal peale tootlikkuse statistika⁴. Ilmnenud tendentside tõlgendamise keerukus muutis rahapoliitika kujundajad omakorda ettevaatlikuks.

■ Uuendmajanduse ja finantsturgude arengu vastastikune mõju ■

Juba mõnda aega on arutletud selle üle, millist rolli on mänginud finantsturgude areng usu süvendamisel uuendmajanduse olemasolul. Suuremas osas tööstusriikidest on kapitaliturud viimase kahe kümnendi jooksul rahanduse liberaliseerimise ja üleilmastumise käigus hoogsalt kasvanud, seda nii tehingute suuruse ning väärtuse kui ka uut tüüpi väärtpaberite arengu põhjal. Ettevalmistused ühisraha kasutuselevõtuks ning euro käibeletulek on kahtlemata olnud euroala jaoks oluliseks katalüsaatoriks, mis on suurendanud piirkonna kapitali-

³ D. Coyle. *The Weightless World: Strategies for Managing the Digital Economy*, MIT Press, 1998, lk VII.

⁴ B. van Ark, *Measuring Productivity in the "New Economy": Towards a European Perspective*, *De Economist* 148, nr 1, 2000, lk 87–105.

turgude efektiivsust ja vähendanud ka informatsiooni asümmeetriat nii aktsia- kui võlakirjaturgudel. See on olnud tõeliselt positiivne tendents, mida ma toetan kogu südamest.

1990. aastate lõpus ja 2000. aastal toimunud börsibuumi ajal suurendasid euroala ettevõtted märkimisväärselt omakapitali. Spetsiaalselt kiire kasvuga firmade jaoks loodud *uutele turgudele* orienteeritud börside nimekirjadesse lisandusid uued, tihtipeale kõrgtehnoloogiaga tegelevad

Praeguseks me teame, milleni lõpuks viis see optimism uuendamajanduse suhtes: alates 2000. a märtsist oleme näinud olulist aktsiahindade langust ning finantskeskkonna kasvavat tasakaalutust.

ettevõtted. Uue kapitali hulk euroala aktsiaturgudel suurenes 1998. aasta 130 miljardilt eurolt 2000. aastal, kui aktsiahinnad olid haripunktis, 320 miljardi euron. Kui arvestada euroala aktsiaturgude kasvu turu kapitalisatsiooni ja nominaalse sisemajanduse koguprodukti suhte järgi, siis on see olnud jahmatamapanev. Kümne aastaga – alates 1990. aastast kuni 2000. aastani, mil hinnad olid kõrgeimal tasemel – suurenes see suhe umbes neli korda.

Eelnevast tulenenud usk võimalikku hiigelsuurde kasumisse, mille taga olid investeringud uuendamajanduse ettevõtteisse, põhjustas rekordilise aktsiahindade kasvu. Internetiga seotud firmade väärtus jõudis tasemele, mis oli igasuguste kriteeriumide järgi erakordne. 2000. a märtsis oli kuu keskmine aktsia hinna ja tootluse suhe tehnoloogia, meedia ja telekommunikatsiooni sektoreis 70%, samas kui viimase 25 aasta jooksul oli see keskmine püsinud 13% lähedal. Tundus, et kõik piirid olid kadunud

ning uus ajajärk alanud. Koos aktsiahindade tõusuga muutusid aktsiaturud järsult ka väga heitlikuks. Näiteks Nasdaq'i koondindeksi kõikumine aastail 1999–2000 pea kahekordistus.

Selline liialeminek, mis ilmnis eriti just aktsiaturgudel, väljendas kõige paremini uuendamajandusega seotud veendumuste ja finantsturgude arengu vastastikust mõju. Samas mängis oma rolli ka võlakirjaturgude kasv. Euro käibeletulek ja ühtse rahapoliitika käivitumine tundus avaldavat tugevat positiivset mõju emiteerijate võimalusele kasutada ettevõtte ühe finantseerimisallikana võlakirjade väljalaset. Sellele protsessile lisas hoogu suur ühinemiste ning ülevõtmiste laine, kuna ettevõtted soovisid aina enam ära kasutada uue dunaamilise keskkonna võimalusi. Samuti soodustas emissioonitegevus mõningais uuendamajandusega seotud sektoreis, nagu näiteks telekommunikatsioon ja kõrgtehnoloogia, kõrge tulususega võlakirjade turu arengut.

Praeguseks me teame, milleni lõpuks viis see optimism uuendamajanduse suhtes: alates 2000. a märtsist oleme näinud olulist aktsiahindade langust ning finantskeskkonna kasvavat tasakaalutust.

■ Tagajärjed ■

Kui kuulus filosoof Erasmus Rotterdamist veel elaks, lisaks ta kindlasti ühe peatüki oma satiirilisele inimese nõrkusi ja liialdusi kirjeldavale meistriteosele "Narruse kiitus", kujutamaks

viimaseil aastail nii levinud käitumist finantsturgudel ja ettevõtteis⁵. Nende protsesside kohta on kasutatud väljendeid *ebaratsioonaalne üleküllus (irrational exuberance)* ja *nakkuslik ahnus (infectious greed)*, mis ütlevad kõik⁶.

Kui aktsiahinnad järsult langesid, siis ilmnes selgesti ka kahju, mida selline liialdamine oli põhjustanud. Pärast 2000. aasta märtsi – euroala aktsiahindade haripunkti – oli Dow Jones Euro Stoxx indeks 2003. aasta aprilli lõpuks langenud umbes 57%. On välja arvatud, et tulusam oluks osta tuhande Saksa marga eest õlut, kui kasutada sama summat Frankfurdi Neuer Marktil börsimulli tippphetkel, kuna õlut ostes oleks vähemalt osa raha tühja taara eest tagasi saanud. Alates 2000. aastast toimunud finantsvarade väärtuse langus, mis oli seotud aktsiahindade langusega, on tinginud kaupu ja mittefinantsteenuseid tootvate ettevõtete oma- ja laenuvahendite suhte kasvu. Tagatiste väärtuse langus on suurendanud riskipreemiaid laenu võtmisel või võlakirjade emiteerimisel. See on avaldunud selgelt jaepankade laenuintressimäärade ja vastavate turuintressimäärade vahes ning ettevõtete võlakirjaintressides sisalduvate riskipreemiate kasvus.

**Tulusam oluks
osta tuhande
Saksa marga eest
õlut, kui kasutada
sama summat
Frankfurdi Neuer
Marktil börsimulli
tippphetkel.**

Kaupu ja mittefinantsteenuseid tootvate ettevõtete võlgnevuse suhe SKPsse, mis 1990. aastate teisel poolel märgatavalt suurenes, hakkas stabiliseeruma alles 2002. aastal. Nende ettevõtete suhteliselt suured laenud ja finantsvarade väärtuse langus on viimaste aastate jooksul ebasoodsalt mõjutanud firmade finantseerimist ning seeläbi eriti halvasti mõjunud erainvesteeringuile. Lisaks aina süveneb olukord, kus ettevõtted ei soovi või neil ei ole võimalik aktsiaid avalikel börsidel emiteerida. 2002. aastal emiteeritud aktsiad moodustasid kokku vaid 45% ajavahemiku 1999–2002 aasta keskmisest näitajast. 2002. a teisel poolel euroalal emiteeritud noteeritavate aktsiate koguväärtus oli koguni kõige väiksem alates 1990. aastate keskpaigast. 2001. ja 2002. a väikese aktsiaemissiooniga kaasnes ka kaupu ja mittefinantsteenuseid tootvate ettevõtete võlakirjaemissioonide analoogiline langus. See viitab osaliselt majandusaktiivsuse vähenemisest põhjustatud väiksemale kapitalinõudlusele, kuid viimaseil aastail halvenenud meeoleolu kapitaliturul ajendab samas ettevõtteid toetuma alternatiivseile rahastamisallikaile.

Lisaks suurenes 1990. aastail europairkonnas pidevalt ka majapidamiste osalemine aktsiaturgudel. Kui aktsiahinnad langesid, kahanes oluliselt ka majapidamiste jõukus ning nende finantspositsioonide ja kasutada oleva sissetuleku suhe langes taas 1997. aasta lõpu tasemele.

Rahaturgude sellise arengu hinda viimaseil aastail, mida on tihti seostatud uuendmajandusega, näitab ka usalduse kriitiline vähenemine. Näited raamatupidamispettustest, ette-

⁵ Erasmus. *Narruse kiitus*, Tallinn, Eesti Raamat, 1967.

⁶ *Irrational exuberance* – vt A. Greenspan. *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, Washingtonis 5. detsembril 1996 peetud kõne; R. J. Schiller. *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000. *Infectious greed* – vt A. Greenspani ärakuulamine Ameerika Ühendriikide senati panganduse, elamumajanduse ja linnaasjade komitees 16. juulil 2002.

võtete ahnusest ja aktsiaturule antud kaalutlematuist hinnanguist muutuvad aina tavalisemaks, õõnestades investorite usaldust rahaturu vastu. On arutletud selle üle, kas sellise käitumise põhjuseks võiks olla näiteks aktsiaoptsioonide sarnaste hüvitusmehhanismide

**Usalduses peituv
sotsiaalne kapital
on majandus-
kasvu ja õitsengu
jaoks sama oluline
kui tegelik kapital.**

lai levik⁷. Nagu Alan Greenspan on tabavalt öelnud, ajendas firmajuhtide seas populaarsust kogunud aktsiate omamine ja eelismüük loomuvastast soovi aruandluses kajastuvat kasumit kunstlikult üles kruvida, et aktsiahinnad oleksid kõrged ning tõuseksid veelgi⁸.

Usaldus, nagu väidab ka Francis Fukuyama oma menu-raamatus "Usaldus: ühiskondlikud väärtused ja jõukuse tekkimine", võib olla majanduslike protsesside jaoks hindamatu väärtusega, kuna see lihtsustab majandussuheteid ning vähendab tehingukulusid⁹. Viimase aja majandusuuringud rõhutavad aina enam seda, et usalduses peituv sotsiaalne kapital on majanduskasvu ja õitsengu jaoks sama oluline kui tegelik kapital¹⁰.

Poliitikakujundajad ja protsesside reguleerijad saavad kaasa aidata usalduse taastamisele finantsturgude ja auditeerimise vastu, aidates parandada ettevõtete haldamist. Ma toetan täielikult meetmeid, mis soodustavad ettevõtete käitumise adekvaatset juhtimist ja annavad seeläbi oma panuse usalduse taastamisse raamatupidamisaruannete vastu ning kapitaliturgudel. Siiski on just ettevõtlussektor ise see, kes peab usalduse taastamise heaks kõige rohkem tegema. Ettevõtjad peavad mõistma, et jaht kergele kasumile tähendab ahnuse pärast lühinägelikult purustada oma õnnelootused. Seetõttu on eraettevõtete tegevjuhtide tegelik ühishuvi järgida kõlbelise käitumise kõrgeid norme.

■ Rahapoliitika ja finantsstabiilsus ■

Hiljutised suured aktsiahindade kõikumised kogu maailmas, mida võib tihedalt seostada uuendmajanduse esiletõusuga, on teravdanud poliitikakujundajate vaidlust finantsstabiilsuse ja rahapoliitika vahekorra üle. Küsimus on selles, kuidas rahapoliitika peaks lahendama aktsiahinna mullidega seotud probleeme, mida tihti seostatakse finantsstabiilsusega.

On üldteada, et börsimull on situatsioon, kus paljude aktsiate hinnad erinevad oma põhilisest turuväärtusest. Börsimullid tulenevad finantsturgudel esinevast väärinformatsioonist. See põhjustab aktsiate väärhindamist ning omakorda valesid investeerimis- ja tarbimisotsuseid. Tihti peale esineb aktsiahinna mulle režiimimuutuste korral, ajendiks suured tehnoloogilised

⁷ J. E. Core, W. R. Guay ja D. F. Larcker. *Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey*, Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, aprill 2003, lk 27–45.

⁸ A. Greenspani ärakuulamine Ameerika Ühendriikide senati panganduse, elamumajanduse ja linnaasjade komitees 16. juulil 2002.

⁹ P. Maidment. *In Nothing We Trust*, Forbes Magazine, 7. jaanuar 2001; F. Fukuyama, *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, Free Press, 1995.

¹⁰ F. Fukuyama. *Social Capital and Civil Society*, ettekanne Rahvusvahelise Valuutafondi konverentsil teise põlvkonna reformidest; J. Sobel. *Can We Trust Social Capital?*, *Journal of Economic Literature*, vol XL, märts 2002, lk 139–154.

uuendused, mis tekitavad enamikus majandusagentides arvamuse, nagu oleks alanud uus ajajärk. Selles mõttes ei olegi viimaste aastate uuendmajanduse mõjus aktsiahindadele midagi nii erilist.

Sellegipoolest ei tähenda börsimullide tähtsus ning nende potentsiaalne majandus- ja finantsprotsesse moonutav mõju, nagu peaksid keskpangad seadma aktsiate hinna üheks kindlaks rahapoliitiliseks eesmärgiks. Selle mõtte üle on palju vaieldud ning põhjendatult. Ent aktsiate hindu kujundavad sellised tegurid nagu tehnoloogiline ja demograafiline areng ja sellealased eelistused, mida ei saa rahapoliitika abil juhtida.

Veel enam, majandusagentidele ei tohi anda mingit põhjust tegutseda lootuses, et keskpangad kindlustavad finantsturud suuremate kaotuste vastu. Vastasel juhul võiks tekkida tõsine oht, et avalikkus hakkab pidama keskpanku vastutavaks näiteks aktsiaturu isepärase arengu eest. See võib omakorda märkimisväärselt raskendada keskpankade eesmärgi – hinnastabiilsuse – saavutamist ning seeläbi kahjustada ka nende usaldusväärsust.

Keskpankadel on raske ka finantsmullu avastada. Tegelikult on see ju võimalik alles siis, kui mull on juba lõhkenud.

Eelnev ei tähenda siiski, et muutused finantsturgudel ja eriti börsimullid ei oleks keskpankade jaoks olulised. Otse vastupidi – aktsiahindade muutusi tuleb tähelepanelikult jälgida, kuna need peegeldavad ootusi majanduse tulevaste arengusuundade suhtes ning on olulised rahapoliitika ülekandemehhanismi seisukohalt. Lisaks peavad keskpangad alati suurte aktsiahindade muutustega kursis olema, kuna viimased võivad tõsiselt kõigutada finantsstabiilsust. Sellest lähtudes on aktsiahindade muutustel oma roll rahapoliitiliste otsuste tegemise seisukohast, kuivõrd aktsiahindades sisaldub informatsiooni majanduse olukorrast ning hinnastabiilsuse väljavaateist. Selles mõttes on meie rahapoliitiline strateegia, mis annab rahale ning laenudele olulise indikaatori rolli, suureks abiks. Majanduse ajaloos on mitmeidki näited finantsmullidega kaasas käinud suurest raha ja laenude kasvust ning hiljem mulli purunemisel tekkinud ohust finantsstabiilsusele.

Kokkuvõttes on parim, mida keskpank saab finantsmullide vältimiseks teha, jätkuvalt toetada hinnastabiilsusele orienteeritud rahapoliitikat ning seeläbi anda oma panus stabiilse makromajanduskeskkonna säilitamisse.

Majandusagentidele ei tohi anda mingit põhjust tegutseda lootuses, et keskpangad kindlustavad finantsturud suuremate kaotuste vastu.

■ Kokkuvõtteks ■

Kuulus inglise majandusteadlane ja esseist Walter Bagehot ütles kunagi, et ühelgi tõelisel inglise džentelmenil pole kunagi südamest kahju, kui sureb poliitikust majandusteadlane¹¹.

¹¹ W. Bagehot, *Estimates of Some Englishmen and Scotsmen*, 1858.

See väide ei pane mõtlema mitte ainult 19. sajandi majandusteaduse olukorrale, vaid ka inglise džentelmenide mõtteviisile.

Üks asi, mille mõistmiseks pikemalt arutleda pole vaja, on uute tehnoloogiate ja finants-

**Liigse optimismi
majanduslik hind
on kõrge.**

turgude suurenev tähtsus ning ülesanded, mida need rahapoliitika ette seavad. Nende väljakutsete alahindamine võib kalliks maksma minna. Sellegipoolest ei ole olemas lihtsat lahendust börsimullidega tegelemiseks.

Eelnevast tulenevalt võin väita, et Euroopa Keskpank käitus õigesti, reageerides suhteliselt ettevaatlikult sellele,

kui maailm arutles uuendmajanduse üle. Mäletan selgesti meile 1999. aasta lõpus osaks saanud kriitikat, kui me ei soovinud muuta oma suhtumist euroala potentsiaalsesse SKP kasvu. Praeguseks on need kriitikud vaikinud. Mõned neist on liikunud koguni teise äärmusse ja on eriti pessimistlikud euroala väljavaadete suhtes.

Viimased aastad on näidanud, et liigse optimismi majanduslik hind on kõrge. Oleme olnud tunnistajaks juba kaks aastat kestnud viletsale majanduskasvule. Mitmeid 1990. aastate lõpus asutatud firmasid ei ole enam. Kuid kulused on tulnud kärpida ka traditsioonilisemais sektoreis, samuti teha struktuurilisi muudatusi, et taastada kiire kasvu perioodil kaotatud tasakaal.

Tänu nendele struktuurimuutustele või, nagu Joseph A. Schumpeter neid nimetas, *loomingulisele hävitusprotsessile*, on suurenenud võimalus, et aeglase majanduskasvu periood hakkab järk-järgult lõpule jõudma. Muidugi on selle stsenaariumi pahupoollega seotud veel mõned riskid ning praegu toimuvad bilansi korrigeerimised muudavad suure majandusaktiivsuse kasvu ebatõenäoliseks, kuid Euroopa Keskpank loodab siiski aktiivsuse järkjärgulist taastumist käesoleva ja järgmise aasta jooksul, kuna kaotatud tasakaal on jälle tasapisi taastuma hakanud. EKP jätkab selle arengu seiret, järgides oma põhieesmärki – säilitada euroalal hinnastabiilsus.