

## FINANTSUUENDUSED JA RAHAPOLIITIKA<sup>1</sup>

### Eugenio Domingo Solans

Sooviksin jagada teiega mõtteid finantsuuenduste tähtsusest rahapoliitika jaoks. Kuna tegemist on üsna mahuka teemaga, siis ma alustan kõige üldisemate märkustega finantsuuenduste ja rahapoliitika seoste kohta. Seejärel toon näiteid ülesandeist, mida finantsuuendused maksevahendite, investeerimistoodete ja finantseerimisvalikute vallas rahapoliitika ette seavad. Vaatlen seda kõike euroala seisukohast. Neid teemasid käsitledes toon ma konkreetseid näiteid ka e-rahanduse tähtsuse kohta euroala rahapoliitikas. Vaatamata infotehnoloogilise infrastruktuuri ja regulatiivse raamistiku erinevustele riigiti, on e-rahanduse levikus palju sarnast ja ühtlustuvat, st meil on ühine kogemuste varasalv, mida me kõik – nii tööstusriigid kui ka arenevad majandused – saame rahapoliitika edasise arengu huvides ära kasutada. Kuid kõigepealt on vaja määratleda, mida me mõistame finantsuuenduse all.

Finantsuuendus hõlmab nii tehnoloogilisi edusamme, mis hõlbustavad juurdepääsu teabele, kauplemisele ja maksevahenditele, kui ka uute finantsinstrumentide ja -teenuste tekkimist, uusi korralduslikke vorme ning arenenumaid ja terviklikumaid finantsturge. Edu saavutamiseks peab finantsuuendus kas vähendama kulusid ja riske või pakkuma paremat teenust, mis vastaks finantssüsteemis osalejate spetsiifilistele nõudmistele.

**Ühisraha euro on olnud viimaste aastate üks olulisimaid finantsuuendusi maailmas.**

Sellest seisukohast vaadates võin ma öelda, et ühisraha euro on olnud viimaste aastate üks olulisimaid finantsuuendusi maailmas. Euro kasutuselevõtt on vähendanud tehingukulusid ja kahandanud vahetuskursiriski, olnud mitmes valdkonnas tehtud täiustuste katalüsaatoriks, mis omakorda on aidanud luua märksa tõhusama finantssüsteemi kogu euroalal tervikuna.

### ■ Finantsuuenduste mõju rahapoliitikale ■

Kuna finantsuuenemine on pidev protsess, siis on selle kõiki piirjooni raske määratleda. Veelgi raskem on aga ennustada uuenduste mõju. Seetõttu muudab finantsuuenemine keskpankade tegevuskeskkonna pisut ebamäärasemaks.

<sup>1</sup> Lühendatud tõlge kõnest, mille Euroopa Keskpanga nõukogu ja juhatuse liige Eugenio Domingo Solans pidas 13. veebruaril 2003 Manilas Kagu-Aasia riikide keskpankade (SEACEN; *South-East Asian Central Banks*) presidentide 38. konverentsil ja SEACENi presidentide nõukogu 22. kohtumisel "Struktuurimuutused ja kasvuväljavaated Aasias – keskpanganduse ees seisvad ülesanded". Kõne on avaldatud Euroopa Keskpanga veebilehel <http://www.ecb.int>

Kui finantsuendus parandab finantssüsteemi efektiivsust, siis peaks ta avaldama märkimisväärset mõju ka kogu majanduse toimimisele. Näiteks seni, kuni finantsuendused parandavad selliste ettevõtlusvormide rahastamist, mis muidu poleks ehk tekkinudki, avaldavad need tõenäoliselt positiivset mõju majanduskasvu pikaajalistele väljavaadetele. See on vähemalt üks põhjus, miks keskpankurid peaksid olema teadlikud finantsuenduslikest suundadest.

Uuenduslike maksevahendite arendamine kärbib tehingukulusid, aidates seega hõlbustada kauplemist ning kaupade ja teenuste vahetamist, mis lõppkokkuvõttes peaks tagama ressursside otstarbekama paiknemise. Pikemas perspektiivis peaks see soodustama majanduskasvu. Oluline on see, et uute finantstoodete levik, mis aitab turgu täiustada, on veel üks viis, kuidas finantsuendused saavad ergutada majanduskasvu ja võib-olla isegi ohjeldada äriotsustusi. Finantstehnoloogia areng, näiteks tuletisinstrumentide rakendamine ja väärtpaberistumine, mis võimaldab riske jaotada ja ümber grupeerida, on kaubeldavate riskide valikut tublisti suurendanud. Selle tulemusena on turud muutunud sügavamaks ja likviidsemaks ning hinnad konkurentsivõimelisemaks.

Teine põhjus, miks keskpankadel tuleb tähelepanelikult jälgida finantsuenduste arengut, seisneb selles, et mõned arengutendentsid võivad muuta majanduse reageeringut rahapoliitikale või keskpanga poolt regulaarselt jälgitavais näitajais sisalduvat informatsiooni, mille alusel tehakse rahapoliitilisi otsuseid. Euroopa Keskpanga rahapoliitiline strateegia sobib suurepäraselt selleks, et tulla toime finantsuendustega kaasnevate ülesannetega. EKP strateegia, mis hõlmab paljude nii rahapoliitiliste kui mitterahapoliitiliste näitajate analüüsi, võimaldab erinevaist allikaist erineval viisil saadud teavet üle kontrollida. Selline mitmekesine käsitus, mis ühendab palju erinevaid andmeid ja analüüse, püüab arvesse võtta finantsuenduste mõju majandusele, et paremini mõista riske, mis ohustavad hinnastabiilsust ühisrahamaades.

## ■ Finantsuendused maksevahendite vallas ■

Tänu maksevahendite ja -süsteemide arengule on välja töötatud rahatähtede asendajad. See avaldab keskpangandusele otsest mõju. Näiteks deebet- ja krediitkaartide laialdane kasutuselevõtt soodustab omakorda elektrooniliste maksevahendite kasutamist, hoogustades kitsamat rahapakkumist ja sularaha asendamist. Veelgi olulisem on see, et maksekaardid võimaldavad emitteerida ka elektroonilist raha (e-raha), mis väikemaksete puhul otseselt konkureerib sularahaga.

E-raha võib määratlenda kui rahalise väärtuse elektroonilist talletamist tehnilises vahendis, mida võib ulatuslikult kasutada maksete tasumisel mitteemitentidest ettevõtetele ilma pangakontot kasutamata ja mis toimib ettemakstud esitajainstrumendina. EKP on e-rahaga seonduvat põhjalikult uurinud. Põhiliselt seepärast, et e-raha areng võib ohustada raha kui arveldusühiku funktsiooni majandustehinguis. Seetõttu ongi Euroopa Liidu õigusaktides

sätestatud nõue, et elektrooniline raha peab olema tagasiostetav. Nii on tagatud raha funktsioon arveldusühikuna, sest e-raha saab alati nominaalväärtuse alusel pangatähtedeks vahetada. Samuti võib EKP kohustusliku reserviga hõlmata elektroonilise raha emiteerijaid, seega saab e-raha käsitleda kui lühiajalist pangahoiust. Kohustuslik reserv tagab ka rahapoliitika tõhususe. Nii kaua kui keskpangal säilib mõnigi võimalus toimida viimase instantsina, püsib ka tema võime mõjutada rahaturu intressimäärasid.

**EKP ei leia, et e-raha areng võiks praegu ohustada tema võimet säilitada hinnastabiilsust.**

Elektrooniline raha võib mõjutada ka monetaarmuutujais sisalduvat teavet. Kuid EKP kogub andmeid ja koostab statistilisi ülevaateid e-raha kohta ning suudab seetõttu korrektselt hinnata ka sellega seotud arengut. Seetõttu EKP ei leia, et e-raha areng võiks praegu ohustada tema võimet säilitada hinnastabiilsust.

Igal juhul on e-rahale seni olnud probleeme kriitilise massi saavutamise Euroopas ja tema levik on aeglustunud. Praegu on enamasti finantsinstitutsioonid loonud Euroopas 25 erinevat kaardipõhist skeemi. 2002. aasta detsembri lõpus ulatus ringluses oleva elektroonilise raha kogusumma 240 miljoni euroni. Tarkvarapõhise e-raha (võrguraha) kasutus on samuti väheoluline. Enamus viimaseil aastail kavandatud tarkvarapõhise e-rahaga seotud projekte on lõppenud enne suurema kõlapinna leidmist. Nii hõlmabki elektrooniline raha üksnes väga väikese osa kogu rahast, moodustades ainult 0,1% ringluses olevast sularahast. Seega on e-raha praktiline tähtsus majandusanalüüsi seisukohalt praegu väga väike. Kaugemas tulevikus võib tekitada uusi küsitavusi mittepanganduslike erainstitutsioonide poolt ulatuslikult emiteeritav e-sularaha.

Mõne riigi plaan välja anda e-sularaha seadusliku maksevahendina on üsna unikaalne. Euroopa Keskpang jälgib huviga nende kavade arengut. Ma tahaksin aga tähelepanu juhtida keskpanga poolt emiteeritava e-rahaga seonduvale temaatikale, mis sõltub era- ja avalik-õiguslike institutsioonide poolt emiteeritud e-raha suhtest. Üks võimalus on, et keskpang säilitab elektroonilise raha emiteerimise monopoli, sundides eraõiguslikest institutsioonidest emiteerijaid hankima seaduslikku maksevahendit keskpangast. Alternatiivina võetakse eraõiguslike partnerite kõrval kasutusele ametlik e-raha. Selle variandi puhul on keskpangal eelis, sest keskpanga e-sularaha oleks eeldatavasti usaldusväärsem ja hakkaks lõpuks domineerima.

Kui aga keskpang tahaks etendada juhtrolli kohaliku elektroonilise raha väljatöötamisel, siis tuleks jälgida teiste kogemusi. Mõnda näidet ei tule kaugelt otsida. EKP jälgib neid huviga. Mõned riigid eelistavad olla kogu sektorit haarava standardimisprotsessi koordinaatori rollis, teised on aga määratlenud eraalgatuste jaoks kindla standardi. Ühisest kogemustepagasist oli juba juttu ja siin võib euroala tuua Soome näite, kus keskpang aitas 1990. aastate algul otseselt luua oma riigis uutele makseinstrumentidele vajalikku infrastruktuuri.

Ühiste kogemuste kasulikkus toob mu veel ühe lisateema juurde, mis küll erineb eelnevast. See on seotud e-rahanduses avanevate hüppeliste arenguvõimalustega. Mõnes piiratud arvu finantsteenuseid pakkuvas ja vähemarenenud finantsinfrastruktuuriga riigis pakuvad elektrooniline sularaha ja multifunktsionaalsed kaardid säästu- ja makseteenuseid neile klientidele, kelleni tavapärasemate võtetega ei jõuta. Mõnel puhul võimaldab e-rahandus pakkuda sellises riigis finantsteenuseid *offshore*1 korras, tagades küll rahvusvahelisest tehnoloogiast tuleneva lisakasu ja järelevalve, kuid kahjustades ühtaegu täiendavalt kohalike rahapoliitiliste operatsioonide efektiivsust.

## ■ Investeermistoodete uuendamine ■

Rääkides uute instrumentide juurutamisest finantsinvesteeringute vallas, tuleb arvestada seda, et uute finantstoodete esilekerkimine võib mõjutada majandusagente nii, et nad asendavad raha teist tüüpi varadega, mõjutades nii nende varadega seotud teabemahtu kui ka rahanõudlust. Asi on lihtne, kui uued instrumendid sarnanevad laiema rahapakkumise agregaatide hulka kuuluvatele monetaarse iseloomuga instrumentidele. Siiski ei pruugi finantsuuenduse mõju rahaagregaatidele kehtida ainult rahalähedaste asendajate kohta. Laialt levinud finantsteooria tegelikult ütlebki, et majandusagentidel peaks olema mitmekesine portfelli, mis sisaldab ka erineva riski ja tulukuse suhtega varasid ja sellega seoses osaliselt ka erineva likviidsusastmega varasid. Seetõttu võib finantsuuenduste mõju ilmned näiteks uute instrumentide kaudu, mis on küll mittelikviidsed ja riskantsed, kuid pakuvad piisavalt kõrget tulusust, et motiveerida majandusagente asendama osa oma rahainstrumentides hoitud reservidest selliste alternatiivsete instrumentidega. See võib avaldada rahanõudlusele destabiliseerivat mõju.

EKP rahapoliitilise strateegia väljatöötamisel on arvestatud, et otsuste tegemisel tuleb arvesse võtta ka finantsuuenduste mõju. EKP ei reageeri rahaagregaatidele mehhaaniliselt, vaid analüüsib hoolikalt rahapoliitilist arengut ja selles sisalduvat teavet hinnastabiilsuse seisukohast. Lisaks sellele kontrollitakse üle ka rahapoliitilise arenguga seotud teave ja suur hulk mitterahapoliitilisi majanduslikke muutujaid. See teeb rahapoliitika vastupidavaks finantsuuenduste võimaliku mõju suhtes rahanõudlusele.

## ■ Finantsuuendused rahastamisel ■

Finantsuuendused võivad rahapoliitikat mõjutada ka rahastamise arengu kaudu. See omakorda võib avaldada olulist mõju rahapoliitika ülekandemehhanismile. Traditsiooniliselt on ühisrahamaade majanduses domineerinud pangalaenud, erinevalt näiteks Ameerika Ühendriikidest, kus väärtpaberiturul on märksa suurem roll säästude suunamisel investeeringutesse. Viimaseil aastail on aga ka euroalal täheldatud nihet väärtpaberite emiteerimise osakaalu suurenemisele rahastamises. Eriti märkimisväärselt on kasvanud ettevõtete võlakirjade turg, mis loob neile finantseerimisel tõelise valikuvõimaluse. Kuigi

2002. aastal aset leidnud majandustegevuse aeglustumine ühisrahamaades avaldas siingi oma negatiivset mõju, jätkus ettevõtete võlakirjade emiteerimine siiski suhteliselt kiires tempos.

Üheks paljudest põhjustest võis olla ka e-rahanduse roll väärtpaberiturul – eriti jaeturul, kus reaaliajas kauplemine on kiiresti hõivanud suure turuosa. Keskmiselt osutatakse euroalal veerand maakleriteenustest reaaliajas; USAs aga umbes pool. Kuid mõnel areneval turul on see osakaal isegi suurem. E-rahastamise kiire omaksvõtt väärtpaberiturul näitab selle turu tehnoloogiapõhist olemust ja seda, kui sujuvalt võivad tarbijad vahetada maaklereid.

E-vahenduse levik jaeturul on märkimisväärselt kärpinud tehingukulusid, mis omakorda on julgustanud väikeinvestoreid investeerima vahetult turgudel. Eravõlakirjade turu kujunemine ühisrahamaades näitab, et laenuvõtjate valikuvõimalused on avardunud. Samal ajal aga suurendab finantsstruktuuri areng suurema väärt-paberistumise suunas tõenäoliselt jõukuseefekti mõju rahapoliitikale, kuna majapidamised ja mitterahandusasutused hoiavad ilmselt suurema osa oma rikkusest finantsturu instrumentides, näiteks ettevõtete võlakirjades või aktsiates.

Uute finantseerimisviiside või toodete arvu kasv toob kaasa finantsvahenduse vähenemise, mis omakorda võib oluliselt mõjutada rahapoliitika mõju finantseerimise maksumusele. Näiteks võib väärtpaberistumine mõjutada pankade laenukäitumist ja potentsiaalselt vähendada ka pangalaenu osatähtsust rahapoliitika ülekandemehhanismis. Väärtpaberistamine viib ka turupõhisema finantseerimiseni ja, arvestades asjaolu, et turud reageerivad rahapoliitika muutustele vahel kiiremini kui pangad, võib selline samm isegi suurendada rahapoliitika tõhusust. Seega finantsuudused ei tõstata mitte küsimust rahapoliitika efektiivsuse kahanemisest, vaid pigem mõjust, mida need võivad avaldada rahapoliitika ülekandemehhanismile.

See omakorda aga tingib keskpankade jaoks vajaduse tähelepanelikumalt jälgida ülekandemehhanismi. Praegu on võimalus, et finantsuudused mõjutaksid rahapoliitika ülekandemehhanismi ühisrahamaades, üsna ebatõenäoline. Isegi kui ilmneks märke väärtpaberistumise populaarsuse kasvust euroalal, pole Euroopa turg veel piisavalt kõrgelt arenenud.

\* \* \* \* \*

Kokkuvõttes võivad finantsuudused aidata suurendada finantssüsteemi efektiivsust. See soodustab rahapoliitika toimimist, kuid komplitseerib ühtaegu rahapoliitilist keskkonda. Sellises keerulises olukorras peavad keskpangad tähelepanelikult finantsmaastikku jälgima,

**Väärtpaberistamine  
viib ka  
turupõhisema  
finantseerimiseni  
ning võib isegi  
suurendada  
rahapoliitika  
tõhusust.**

arengul silma peal hoidma ning püüdma prognoosida selliste uuenduste tagajärgi, mis algul võivad näida äärmiselt tähtsusetud.

EKP rahapoliitiline strateegia ongi välja töötatud selliste proovikividega toimetulekuks. Kuigi selles strateegias on rahale antud väljapaistev koht, on arvestatud ka finantsuuenduste võimalikku mõju rahaagregaatidele. Pealegi, uurides nii reaalkui finantsmuutujaid, võib rahaagregaatide kohta saadud teavet üle kontrollida. See muudab rahapoliitika tugevamaks ja vähem sõltuvaks üksiknäitajaist, mida finantsuuendused võivad moonutada.