

Seda, et finantssüsteemi arengutaseme ja majanduskasvu kiiruse vahel on olemas seos, aktsepteerib iga majandusanalüütik. Samas ei pruugi see seos olla alati ühene ja erinevatel ajajärgudel võib see väljenduda erinevate toimetehhanismide kaudu.

Maailma finantsturgudel algas 1970. aastatel kiire lõimumise periood. Selle tausteguriteks on olnud tehnoloogia areng ja neoliberalismi esilekerkimine, rahvusvahelise kaubanduse areng ja kapitali vaba liikumise piirangute kõrvaldamine. 1990. aastateks oli maailma-majanduses välja kujunenud täiesti uus olukord ja see tähendab kindlasti ka uut vaadet majandusarengu ja finantskeskkonna arengu vahelistele seostele.

Käesolev ülevaade keskendubki eelkõige viimase kümnendi jooksul aset leidnud olulistele muudatustele majanduskeskkonnas ning sellele, milline on olnud nendes muudatustes finantssektori roll – seda nii maailmamajanduse, Euroopa Liidu kui Eesti vaatepunktist.

## FINANTSKEKKONNAST JA MAJANDUSKASVUST ÜLEILMASTUVAS MAAILMAS

**Vahur Kraft**

**Loeng Tartu Ülikoolis 6. aprillil 2005**

### ■ 1990ndate “uue majanduse” paradigma ■

1999. aastal algas USA Dallase Reservpanga aastaaruanne sõna-sõnalt nii:

*“Paradigma” on maapoisi jaoks üsna peen sõna. Seda, kuidas mina sellest mõistest aru saan, väljendab kõige paremini teada-tuntud retsept konna keetmiseks. Konna ei saa keeta nii, et viskate ta keevasse vette. Ta hüppaks veest välja. Selle asemel visake konn külma vette ja siis tõstke järk-järgult vee temperatuuri. Konn välja ei hüppa, sest ta ei saa aru, et paradigma on muutumas.*

**Ma usun, et meie majanduses on käimas paradigma muutus. Kuid, nagu konn, pole ka paljud meist seda märganud, sest muutused on olnud aeglased. Mõned arvavad, et paraneva majandusolukorra taga on hea õnn ja ajutised faktorid või ökonomistide keeles “positiivsed šokid pakkumise poolel”. Meil on tõepoolest õnne olnud. Ja osa meie heast õnnest on põhinenud ajutistel faktoritel. Aga Dallase Föderaalpank usub, et kõige selle taga on palju muudki...**

Selles aastaaruandes kokkuvõtlikult esitatud **uue majanduse** (ehk innovatsioonipõhise majanduse) käsitlusest on praeguseks saanud klassika, millega soovitatakse tutvuda igaühel, kes tahab käsitleda finantssüsteemi arengu ja majanduskasvu seoseid tänases maailmas. Uue majanduse kontseptsioon on kahtlemata mitmeti vastuoluline ja selle tähenduse üle vaieldakse. Selles pole siiski midagi imelikku, sest majanduse põhialuste muutustega kohanemine võtab alati aega.

**Uue majanduse  
peamine kasvu-  
mootor on  
tehnoloogia.**

Lühidalt eeldab uue majanduse käsitlus, et tehnoloogia areng muudab maailmamajandust ja sünergiad tehnoloogia vallas suurendava tootlikkust, mis omakorda võimaldab saavutada kiiremat kasvu ja samal ajal hoida hinnakasvutempot madalana. Uue majanduse peamine kasvumootor on tehnoloogia.

Muudest olulistest arengufaktoritest võib nimetada järgmisi:

- võtmetähtsusega majandusharude **õigusraamistiku ja regulatsiooni lihtsustamist**,
- üleilmse **konkurentsi tugevnemist** ning
- **kaupade ja investeeringute vaba liikumist**.

Kõik see vähendaks oluliselt turule sisenemise barjääre – seda nii uute ettevõtete kui uute tehnoloogiate ja toodete osas. Uute tehnoloogiate rakendamine üleilmse konkurentsisurve tingimustes nõuab teadmisi, loovust ja innovatsiooni. Kõik see omakorda tähtsustab **ettevõtja ja ettevõtluse rolli**.

Uue majanduse oluline erisus on see, et erinevalt vanast tööstuskesksest majandusest annab uuenduslike tehnoloogiate rakendamine siin võimaluse suurendada tootlikkust (ja seega ka majanduskasvu) laiemalt, näiteks **teenindussektoris**.

## ■ Finantsturud ja uus majandus ■

Mõistmaks seda, kui tähtsat rolli mängivad finantsturud uue majanduse kujundamisel ja käigushoidmisel, võiks arutleda nii.

- Uuele majandusele on olemuslik individuaalne loovus ja innovatsioon.
- Majandusarengu eesliinil seisab **alati** ettevõtja. Ent uues majanduses ettevõtja roll tähtsustub. Olukorras, kus ettevõttel tuleb evitada uusi tehnoloogiaid, on vaja riskivõtjulugust kombineerituna tubli annuse individualismi, loovuse ja innovatsiooniga. See tähendab, et uus majandus on **oma olemuselt eraettevõtluse majandus**. Riik ei saa uuenduslike toodete ja tehnoloogiate kasutuselevõtu vallas kuigi edukalt eraettevõtjat asendada. Ka finantseerimist on innovatiivse projekti puhul kergem leida kasumiteenimisest huvitatud ehk eraomanduses oleva finantsvahendaja juurest.

- **Ettevõtlusmajandus, mis põhineb innovatsioonil ja riskivõtul, on juba oma olemuselt riskantsem kui vana majandus**, mis põhineb olemasoleva (oskus)teabe võimalikult laialdasel levitamisel ja kopeerimisel. Vana tüüpi majanduses saab riske hinnata varasema kogemuse ja (äri)tulemuse põhjal. Uut tüüpi majanduse puhul on riskihindamine ja seega ka finantseerimisotsuste tegemine palju keerulisem – varasemat kogemust pole kuskilt võtta.
- Uue majanduse ettevõtete olulisim rikkus on **inimkapital ja intellektuaalne omand**. Ka materiaalne vara on muidugi tähtis, kuid võrreldes vana tüüpi majanduse ettevõtetega, mängib see väiksemat rolli.
- Uue majanduse tüüpilisi äriprojekte, millega kaasneb täpsemalt teadmata ja mõõtmata riske, mille puhul olulist rolli mängivad inimkapitalil põhinevad varad, on **suhteliselt keeruline pangakrediidiga finantseerida**. Pank on krediidiasutus. Krediidiasutust määratletakse läbi tema rolli avalikkuse raha kaasamisel ja hoidmisel. Seetõttu on pangandusregulatsioonid ja -järelevalve enamikus riikides seadnud pankade riskivõtule ranged piirid.
- Kuigi traditsioonilise finantssektori loovust ja innovatsioonilembust ei maksa kindlasti alahinnata, on üleilmses mastaabis uue majanduse finantseerimisel senini osutunud silmatorkavalt edukaks siiski eelkõige spetsialiseeritud riskikapitalifondid. Seda näitavad ka arvud. 1988. aastal, mil uue majanduse plahvatuslik kasv polnud veel alanud, panustasid USA riskikapitalifondid äriettevõtete finantseerimisse ligikaudu 5 miljardit dollarit, samal ajal kulutasid ettevõtted uurimis- ja arendustöödele ligikaudu 134 miljardit dollarit. Aastaks 2000 oli riskikapitalifinantseerimine kasvanud 100 miljardi dollarini, samas kui ettevõtete uurimis- ja arendustegevusele kulutati ligikaudu 150 miljardit (Rusek 2004).
- Riskikapitali(fondi) toimimismehhanism on üsna lihtne. Investorid (peamiselt institutsionaalsed investorid nagu pensionifondid, kindlustusfirmad, mõned pangad, fondid, ülikoolid, investeerimisfondid jms) moodustavad piiratud vastutusega äriühinguid ehk fonde. Nende fondide eesmärk on finantseerida (või luua) uusi firmasid suure riskiga, kuid potentsiaalselt väga kasumlikel kõrgtehnoloogialadel.
- Sellisel fondil on tavaliselt ka piiramatu vastutusega täisosanik, kelle osalus on harva üle 1% ja kes paigutab fondivarasid ning vajadusel realiseerib/likvideerib investeringuid. Täisosanikuks on enamasti spetsialiseeritud firma, kellel on erioskused ja teadmised finantseerimise ja juhtimise vallas, ja – mis väga oluline – samas ka finantseeritavate uute tehnoloogiate alal.
- Tavaliselt kuulub riskikapitalifond pärast ettemääratud aja möödumist kohustuslikule likvideerimisele. See motiveerib täisosanikku, sest edu algse riskifondi likvideerimisel on eeltingimuseks, mis lubab leida raha järgmiste riskikapitalifondide tarvis. Riskikapitalifondide likvideerimiseks võidakse kasutada erinevaid mooduseid. Finantseeritud riskifirma võib omandada mõni olemasolev ettevõtte või riskifirma juht, ent võib toimuda ka avalik aktsiaemissioon.

- Kuigi riskikapitalifondide toimimine on oma olemuselt lihtne, on nende olemasolu eelduseks piisavalt sügavad ja likviidsed finantsturud. Piiratud vastutusega partneritel peab olema võimalik valida erinevate varapaigutuse võimaluste vahel vastavalt oma eelistustele riski ja tulemi kombinatsioonide osas. Samuti peab neil olema võimalik varasid ümber paigutada vastavalt sellele, kuidas eelistused muutuvad. See eeldab **võimalust koostada erinevate riskide, tähtaegade ja tulususega portfelle ja portfelli kuuluvate finantsvaradega piiranguteta kaubelda, et portfelli pidevalt muutuva keskkonnaga kohandada**. Riskiettevõtjal peab olema võimalus valida erinevate investorite pakkumiste vahel.

Riskikapitalifond pole muidugi ainus ega ka tingimata alati parim võimalus uuenduslike projektide finantseerimiseks. Ent **olenemata innovatsioonipõhise ettevõtluse finantseerimisvormist, peaks turg olema piisavalt sügav ja ühtne, kaubeldavate finantsinstrumentide arv suur ja erinevat tüüpi finantsinstrumentide valik lai. Samuti peaks turg olema piisavalt likviidne ja õigusraamistik asjakohane**. Vastasel juhul kipub areng takerduma.

## ■ Mis eristab USAd ja Euroopa Liitu? ■

Rääkides sellest, kuidas erinev finantskeskkond võib viia suurte erinevusteni majanduskasvus, tuuakse sageli näiteks USA ja Euroopa Liit. Aastatel 1993–2003 oli USA keskmine majanduskasv 3,23%, ELis aga vaid 1,95% – vahe on ligikaudu 60%. Üldiselt arvatakse, et USA majanduse jõuline edenemine viimasel kümnendil on seotud eduka panustamisega

**USA majanduse jõuline edenemine viimasel kümnendil on olnud seotud eduka panustamisega teadmistepõhistesse majandusharude.**

teadmistepõhistesse majandusharudesse. Samas ei saa öelda, et ELi kulutused haridusele ja uurimis-arendustegevusele oleks oluliselt erinenud USA omadest. EL kulutas 2002. aastal enne viimast laienemist haridusele, uurimis- ja arendustegevusele kokku ligikaudu 7,7% oma SKPst; USAs oli samalaadsete kulutuste tase ligikaudu 7,5% SKPst. Sealjuures on ELi kui terviku ja USA majandusmahud täiesti võrreldavad.

Kuigi raha uue majanduse arendamiseks on seega mõlemal olnud enam-vähem võrdselt, on USA ja Euroopa Liidu vahel siiski ka mõned olulised erinevused, eelkõige majandustegevuse õigusraamistiku ning finantskeskkonna vallas. USA on olnud esirinnas äriõiguse,

regulatsioonide ja järelevalvesüsteemi kaasajastamisel. **USA finantskeskkond on ühtne ja (praegu ainsana maailmas!) piisavalt mahukas, võimaldamaks arvestatava kapitali koondamist ka suurema riskiastmega projektide tarvis**. Ka Euroopas on nüüdseks ühtsema ja vähem bürokraatliku äri- ja finantskeskkonna loomisega otsustavalt tegelema asunud, aga hoovõtuks on kulunud aega.

## ■ Euroopa Liidu finantspoliitika ■

Euroopa Liidu majanduspoliitika ametlikus keskmes on juba mõnda aega 2000. aastal Lissabonis toimunud Euroopa Ülemkogul seatud eesmärk muutuda **maailma kõige konkurentsivõimelisemaks teadmistel põhinevaks majanduseks**. Nagu on mainitud nii Euroopa Komisjoni kui Euroopa Keskpanga ametlikes raportites, oleks finantssektori lõimumise mõju Euroopa majanduskasvule ja tööhõivele vägagi märkimisväärne. Mõlemad institutsioonid koos Euroopa Keskpanga Süsteemi liikmespankadega on finantsturgude lõimumist aktiivselt tagant tõuganud.

Viimaste aastate olulisemad initsiatiivid on olnud seotud finantsteenuste tegevuskava<sup>1</sup> ja nn Lamfalussy protsessi ning selle laiendamisega.

**Finantsteenuste tegevuskava töötati välja 1999. aastal.** Ametlikult aegus see 2004. aastal, kuid sisuline töö siiski jätkub. On oluline (ja traditsiooniliselt bürokraatlikuks peetava Euroopa kontekstis ehk ka suhteliselt uuenduslik), et liikmesriigid jõudsid põhimõttelisele kokkuleppele – uute ELi õigusaktide vastuvõtmisel tuleks teha paus ja **keskenduda juba vastuvõetud õigusaktide rakendamisele**.

2004. aasta algul võttis Euroopa Parlament vastu uue investeerimisteenuste direktiivi ning väärtpaperite emiteerijaile esitatavaid läbipaistvusnõudeid käsitleva direktiivi. Poliitiline kokkulepe on saavutatud pankade ja investeerimisasutuste kapitali adekvaatsust käsitleva direktiivi ning rahapesu ja terrorismi rahastamise vastast tegevust puudutava direktiivi osas ning need on samuti edastatud Euroopa Parlamendile.

Lähitulevikus jätkub töö maksesüsteemide uue õigusraamistikuga. Kui see ja Euroopa Parlamenti 2004. aasta lõpus saadetud direktiivid vastu võetakse, **on kõik finantsteenuste tegevusplaanis sisaldunud direktiivid vastu võetud** ning edaspidi keskendutaksegi nende rakendamisele.

Euroopa Komisjon on asunud määratlema neid **indikaatoreid, mida oleks otstarbekas kasutada finantsintegratsiooni edenemise seirel**. Praeguste arusaamade kohaselt on need näitajad jaotatud kolme rühma:

- 1) näitajad, mis võimaldavad lõimumist otseselt mõõta – näiteks intressimäärade ühildumine liikmesmaade vahel ja piiriülese finantstegevuse maht;
- 2) tõhususe näitajad – näiteks finantsasutuste kuluefektiivsus, kasumlikkus ja turuosa;
- 3) finantsstabiilsuse näitajad – sealhulgas üht ja erinevat tüüpi (näiteks panga- ja kindlustuse) finantsettevõtete ühinemised.

Lõimumise olemasolevate ja oodatavate mõjude analüüsi on kaasatud paljud tuntud majandusanalüüsikeskused. Enam tähelepanu pälvinud tulemustest võib ehk mainida London Economics Grupi 2002. aasta uuringut tehingukulude kohta USAs ja Euroopas. Uuringus jõuti järeldusele, et **Euroopa Liidu aktsia- ja võlakirjaturgude täielik lõimu-**

<sup>1</sup> *Financial Services Action Plan.*

**mine tõstaks ELi SKPd ligikaudu ühe protsendipunkti võrra.** Seda järelust on omajagu kritiseeritud – eelkõige on arvatud, et integratsiooni mõju on alahinnatud.

Teise tuntud analüüsikeskuse uuringutulemused (CEPR 2002, Guiso jt 2004) näitavad, et isegi kui kõikides liikmesmaades pole finantsturgude arengutase samane, oleks USAGA võrreldava ühtse finantsruumi saavutamisest kasu eranditult kõigile.

Kui teoreetiliselt võiks finantsturu vajaliku suuruse tagada ka samaaegne juurdepääs mitmetele turgudele, siis erinevate rahvuslike finantsturgude õigusraamistiku ja kauplemise, arveldamise ning väärtpaberimissiooni reeglite erinevusi arvesse võttes tähendab mitmel erineval finantsturul opereerimine Euroopa Liidu oludes kõrgemaid tehingukulusid. Mõned uuringud (vt nt Gjersem 2004) näitavad, et kodumaiste ning piiriüleste tehingute keskmine maksumus kliendile on Euroopa Liidus ligikaudu kaheksa korda kõrgem kui USAs.

### ■ Mida on Euroopa finantsturgude lõimimisel praeguseks saavutatud? ■

Euroopa finantsasutuste koduturu laienemine kajastub juba ka **finantsettevõtete jätkuvas suurenemises**. Sellel on juba praegu, aga seda enam lähitulevikus, ilmne mõju konkurentsile Euroopa finantsturgudel.

Euroala rahaturg on täielikult lõimunud. Valitsuste eurovõlapaberite ühtne elektroonne turg on tänaseks juba ligikaudu 40% suurem kui samalaadne USA turg. Alates euro käibeletulekust on suhteliselt kiiresti kasvanud avatud Euroopa investeerimisfondide paigutused väljapoole koduriiki, teistesse liikmesmaadesse. Ka kapitaliturgudel võib täheldada lõimumise märke.

Seevastu jaepangandussektoris on integratsioon edenenud märgatavalt aeglasemalt. Nii kodumajapidamised kui keskmise suurusega ettevõtted kasutavad piiriüleseid finantsteenuseid väga vähe. Samasugune on olukord kindlustussektoris.

Finantssektori infrastruktuuride puhul on olukord põhimõtteliselt sama. Suurmaksete piiriülene arveldamine toimib tõhusalt ja häireteta. Piiriüleste jaemaksete osas on aga veel arenguruumi – seda nii arveldamiskiiruse kui (senisest madalama) hinnataseme osas.

Piiriülene väärtpaberiarveldus on jätkuvalt ebaefektiivne ja kulukas, kuid see probleem on nüüdseks mitmesugustel ELi foorumitel päris aktiivselt arutlusele võetud.

Tuleb rõhutada, et **esialgu ei ole Euroopa puhul veel siiski võimalik rääkida sellisest kogu finantsturgu hõlmavast ja edukalt toimivast ühtsest finantsruumist, nagu on olemas USAs.**

Nagu Euroopa Komisjon on mitmel korral toonitanud, on innovatiivsete projektide finantseerimisel kasutatava riskikapitali ulatuslikum ja tõhusam kaasamine Euroopa Liidu

jaoks võtmeküsimus, millest sõltub nii konkurentsivõime kui tööhõive edasine kasv. Riskikapitali tegevusplaan pärineb juba aastast 1998. Siiski näib, et ilma piisavalt ühtse üleeuroopalise finantsturuta on saavutused selles vallas visad tulema, kuigi liikmesriigiti võib olukord mõnevõrra erineda.

Kuigi Soome finantsturg on Euroopa mõistes väga väike, toimib see üsna tõhusalt. Näiteks on põhjanaabrid suutnud tagada oma ettevõtetele üsna hea juurdepääsu riskikapitalile. Selles kontekstis on paljud eestlased kuulnud Soome SITRAst. Samas seda, et lisaks oma vahendite paigutamisele innovatsiooniprojektidesse on SITRA-l oluline roll üleilmse riskikapitali kohaletoomisel, üldjuhul ei teata. Ometi on Soome finantsturg tugevasti lõimunud regionaalsete ja üleeuroopaliste struktuuridega. Helsinki ja Stockholmi, aga ka Tallinna ja Riia börsid on juba mitu aastat ühtse regionaalse grupi liikmed. Soome panganduses domineerib üks kogu Põhja-Euroopat kattev finantsgrupp. Rahvusvaheliste analüüsiteenistuste hinnangul on eriti oluline, et Soome finantsturgude rahvusvaheline lõimumine on toonud kaasa tihedama kodumaise konkurentsi.

Soomlased näevad oma finantsturgude edasist jätkusuutlikku tulevikku rahvusvahelises lõimumises; hoolimata sellest, et kodumaine turg näib praegu toimivat tõhusalt, ei rutata seda proteksionistlikult kaitsma. Pigem püüavad soomlased enda jaoks võimalusi leides olla nende seas, kes teistelegi arengusuunda näitavad.

**Innovatiivsete projektide finantseerimisel kasutatava riskikapitali ulatuslikum ja tõhusam kaasamine on Euroopa Liidu jaoks võtmeküsimus.**

## ■ Kas lõimimist võib mõnel juhul olla liiga palju? ■

Viimasel ajal on Euroopa Liidus tähelepanu keskmesse tõusnud finantssektori jätkuva lõimumise seisukohast kaks väga olulist küsimust.

- 1) Kas rahvuslik finantsjärelevalve suudab tagada finantssüsteemi stabiilsuse ja olla valmis võimalike kriiside lahendamiseks olukorras, kus lõimumisest on saamas tegelikkus ja struktuurimuutused toimuvad kiiresti?
- 2) Kas finantsregulatsioonide väljatöötamine ELi tasandil vastab lõimuva finantssektori vajadustele või osutub see pigem takistuseks?

Mis puudutab esimest küsimust, siis mitmed analüütikud näevad vastuolu euroala ühtse rahapoliitika raamistiku ja rahvusliku järelevalveraamistiku vahel. Euroala rahapoliitika on ühtne tervik ja selle toimimise eest vastutavad Euroopa Keskpang ja euroala riikide keskpangad. Ühtse rahapoliitika teostamisel on vaatepunkt kindlasti euroala kui terviku, mitte üksikute liikmesmaade keskne. Finantsjärelevalve aga on täielikult rahvuslike järelevalveorganite pädevuses, samuti kriiside vältimine ja tegutsemine finantskriisi tekkides. Hetkel pole selles osas kiireid muutusi ette näha, kuigi diskussioon käib nii turuosaliste, järelevalvajate kui akadeemiliste uurijate ringis.

Arvestades ELi rahapoliitika- ja järelevalveraamistike erinevusi, on Euroopa Liidus pööratud palju tähelepanu **rahvuslike järelevalvete vahelise koostöö** arendamisele, aga ka mitmepoolse kriisihaldusraamistiku väljatöötamisele. Pangakriisi lahendamine on alati keeruline, ent kui raskustesse on sattunud mitmes riigis tegutsev pank, on tegu palju kordi keerulisema ülesandega. Esimene etapp rahvusvahelise kriisijuhtimisraamistiku arendamisel oli **koostöökokkuleppe sõlmimine ELi keskpankade ja järelevalveasutuste vahel 2003. aasta märtsis**. Kokkuleppe eesmärk on tagada koostöö ja infovahetus ELi piiriülese finantskriisi puhul; leppega ühinesid 2004. aasta juunis ka uute liikmesriikide institutsioonid, sealhulgas Eesti Pank ja Finantsinspeksioon. Kuna edukas kriisilahendus eeldab sageli ka valitsuse sekkumist, on **2005. aastal kavas sõlmida ELi tasandil täiendav kokkulepe**, mis hõlmab kriisijuhtimise koordineerimist keskpankade, järelevalveasutuste ja rahandusministeeriumide vahel.

Euroopa Liidus on tasapisi kätte jõudmas suurte rahvusvaheliste finantskonglomeraatide aeg, piiriüleste finantsteenuste kasutamine kasvab kiiresti ning samas arenevad ka vastavate teenuste pakkumiseks mõeldud rahvusvahelised infrastruktuurid. Koos finantsturgude lõimumisega kasvab paraku ka süsteemikriisi piiriülese leviku risk – ja võib kasvada oma olemuselt sageli pigem emotsionaalne kui ratsionaalne vastumeelsus “väliskapitali sissetungi” suhtes. Seega on finantsjärelevalve sattunud mitmelt poolt tugeva surve alla.

Huvitav pretsedent oli hiljuti juhtum, kui Itaalia järelevalveorganid ei andnud välisriigi pangale ühes kodumaises pangas olulise osaluse omandamise luba, põhjendades seda suureneva määramatusega koduriigi finantsstabiilsuse kindlustamisel. Kui paljud lõunapoolse Euroopa riigid nägid selles otsuses järgimist väärivat eeskuju, siis põhjapoolses Euroopas on teemaks olnud pigem rahvusriigi kuuluvuseta, nn Euroopa ettevõtete moodustamine finantssektoris. Praeguseks on moodustatud komisjon, kelle ülesanne on kõrvaldada direktiividest tulenevad takistused piiriüleste ühinemiste osas, eelkõige puudutab see ELi pangandusdirektiivi artiklit 16.

**Lamfalussy  
protsessi eesmärk  
on finantsala  
õigusloome  
korrastamine  
ja erinevate  
õigusaktide  
ühtlustamine.**

Eelnimetatud finantsregulatsioonide väljatöötamist puudutava küsimusele peitub vastus eelkõige nn **Lamfalussy protsessis**.

Lamfalussy protsessi eesmärk on finantsala õigusloome korrastamine ja erinevate õigusaktide omavaheline ühtlustamine. 2004. aastal jõuti poliitilisele kokkuleppele direktiivi osas, millega Lamfalussy komiteede<sup>2</sup> süsteemi laiendatakse väärtpaberituru valdkonnast ka pangandus- ja kindlustussektoris. Direktiiviga luuakse neli uut

komiteed: pangandus- ja kindlustussektori komiteed ning panga- ja kindlustusjärelevalve komiteed. Uute komiteede kõige tähtsam ülesanne on saavutada rahvuslike järelevalveraamistike ja -meetodite suurem ühtsus – seda ootavad neilt pikisilmi nii

<sup>2</sup> Alexandre Lamfalussy juhtis nn tarkade meeste komiteed (*Committee of Wise Men*), mis pakkus välja reformi väärtpaberiturgu reguleerivate õigusaktide kiiremaks menetlemiseks.

järelevalvatavad finantsinstitutsioonid kui Euroopa Liidu struktuurid. Poliitikud võivad olla kohati veidi teist meelt.

ELi võimukoridorides on viimasel ajal olnud kuulda arvamusi, nagu tuleks juhul, kui järelevalveraamistike ühtlustamine Lamfalussy protsessi raames ei hakka piisavalt kiiresti edenema, "...võtta hindamise alla kogu ELi senine finantsjärelevalve organisatsioon".<sup>3</sup>

Euroopa Liit (EL kui tervik, mitte üksikud liikmesmaat) on alustanud **regulatsiooni- ja järelevalvelaseid diskussioone ka USA ja Šveitsiga**.

2004. aastal allkirjastati **hoiuseintresside maksustamise lepingud** Šveitsi, Liechtensteini, San Marino, Monaco, Andorra ning Ühendkuningriigi ja Madalmaade assotsieerunud territooriumidega (kokku 15 maksulepingut). Nende lepingute allkirjastamine tähendab, et alates 1. juulist 2005 jõustub ELi territooriumil hoiuseintresside maksustamisega seotud infovahetust reguleeriv direktiiv.

Euroopa finantssektori korraldajad ja arendajad peavad tahes-tahtmata arvestama üleilmsete arengutendentsidega. Vastasel juhul on tulemus kümne aasta pärast paljuski sarnane tänase olukorraga mõne Euroopa suurriigi autotööstuses.

## ■ Riiklik või eneseregulatsioon? ■

Riiklike õigusaktide usin üllitamine ei pruugi tõhusa finantskeskkonna seisukohast olla alati parim valik. **Eneseregulatsioon ja kokkulepped turuosaliste vahel** võivad osutuda sobivamaks kui ülemäärane reguleerimine.

Lisaks riiklikele institutsioonidele on Euroopa ühtse finantsturu nimel aktiivselt tööd teinud ka finantsturu erialaorganisatsioonid, näiteks suurpankasid ühendav Euroopa väärtpaberifoorum<sup>4</sup>.

Turuosalised on käivitanud nn STEP<sup>5</sup>-projekti, mille eesmärk on laenusertifikaatide ja ettevõtete võlapaberite standardtingimuste ühtlustamine.

2004. aastal kooskõlastas Euroopa Väärtpaberite Keskdepositooriumide Liit ühtse standardi keskdepositooriumide vahelistele ühendustele tarvis, ka on otsustatud ühtlustada lahtiolekuajad.

Igal juhul on **nii täielik (riigipoolne) kontroll kui ka täielik vabadus finantsturul võimatu**, kuigi optimaalset piiri on vahel tõmmata raske. Majanduste lõimumine ja poliitiliste takistuste kõrvaldamine lubab turgudel toimida nii vabalt kui võimalik. Ent lõplikud vormid ja toimimismeetodid lõimunud finantssektori erinevate harude jaoks töötab ka üleeuroopalises keskkonnas välja turg. Täielikku ühildumist – näiteks teenusepakkumise

<sup>3</sup> Vt näiteks Soome Pank, 2004.

<sup>4</sup> *European Securities Forum*.

<sup>5</sup> *Short-Term European Paper*.

koondamist – ainult riigiülestesse üksustesse ei saa pidada eesmärgiks. See oleks vastuolus vabaturu põhimõtte ja seega ka majandusliku lõimumise alusideega.

## ■ Milline on olukord Eesti vaatepunktist? ■

**Eesti finantsturg** on veel väiksem kui Soomes, olles aga samas **juba osaliselt lõimunud regionaalsete struktuuridega**.

Eesti pangandussektorist kuulub praegu välisomanikele (eelkõige Skandinaavia krediidi- ja finantsasutustele) ligikaudu 90%.

Koduturu kõrval mängib Eesti pangagruppide kasumlikkuses järjest suuremat rolli välis- turgudel teenitu. Põhiosa sellest pärineb Lätist ja Leedust, kuid samas on hoogustunud ka laienemisvõimaluste otsimine idaturul.

2004. aastal võeti Eesti panganduse õigusraamistikus kasutusele **ELi ühtse tegevus- litsentsi põhimõte** – teises liikmesriigis tegutseva krediidasutuse filiaali puhul asendati tegevusloa taotlemise kohustus teavitamiskohustusega. See muudatus puudutab nii ELi liikmesriigi krediidasutuse filiaali tegevuse alustamist Eestis kui ka Eesti krediidasutuse filiaali tegevuse alustamist teises liikmesriigis.

Euroopa Liiduga ühinemise järel on Finantsinspeksioonile esitatud enam kui 40 soovivaaldust **piiriüleste pangateenuste** osutamiseks.

**Põhja-Balti suunalises väärtpaberiturgude lõimumisprotsessis sai Tallinna Börsist 2004. aastal koos Riia ja Helsingi börsiga Põhja- ja Baltimaade börsiliidu NOREX liige.** Samuti rakendati edukalt ühtne kauplemissüsteem SAXESS, mida 2004. aasta lõpuks kasutasid kõik Põhjamaade ning Eesti ja Läti börsid.

Mitteresidentide investeringute osakaal Tallinna Börsi kogukapitalisatsioonis kasvas 2004. aasta lõpus 84%-ni. Suurim osa – 55% kapitalisatsioonist – langes endiselt Rootsi investorite arvele; Ühendkuningriigi osakaal moodustas 8,5%, USA 6,5% ja Soome 6%.

Pärast seda, kui Eesti sai Euroopa Liidu liikmeks, tõusid Tallinna Börsi aktsiahinnad 2004. aastal kõrgeimale tasemele pärast 1997. aasta börsibuumi.

## ■ 2004. aastal jätkus Eestis kiire laenukasv ■

Eraisikute eluasemelaenude ning -liisingu jääk kasvas 2004. aastal taas peaaegu poole võrra. Koondarvestuses lähenes eraisikute eluasemelaenude maht 2004. aasta lõpu seisuga 26 miljardile kroonile. Laenuraha on elamistingimuste parandamiseks kasutanud juba ligikaudu 70 000 Eesti peret.

Laenukasvu on soodustanud Eesti suhteliselt mõõdukas intressitase. Kui Ungaris on eluasemelaenu intress viimasel ajal kõikunud 11–14% ja Poolas 7,7–8,3% vahel, siis Eestis

oli samalaadsete laenude keskmine intress 2004. aasta lõpu seisuga 3,6–3,7%. Odava laenu raha vahendamise õiguse on Eesti finantssektor saanud suuresti avansina, arvestades Eesti selgelt väljendatud soovi jätkata lõimumist Euroopa Liidu finantskeskkonnaga ning võtta võimalikult kiiresti kasutusele ühisraha euro. Kui Eesti liitumine euroalaga peaks takerduma, siis laenuintressid Eestis ilmselt tõusevad, sest välisvahendite osa laenuportfelli kasvu finantseerimises on suur.

**Laenukasvu on soodustanud Eesti suhteliselt mõõdukas intressitase.**

**Pankade laenuportfelli kiire kasvu finantseerimiseks jäi hoiuste 21%st ehk 11,3 miljardi kroonise kasvust 2004. aastal väheks.** Finantseerimise kasvu võimaldas täiendavate välisvahendite kaasamine kokku 21 miljardi krooni ulatuses. Institutsionaalsete välisvahendite osatähtsus meie pangandussektori kõikides kohustustes suurenes 2004. aastal 34%lt 42%le. Täiendavat ressursi kaasati nii emapankade vahendusel kui ka otse rahvusvahelistelt turgudelt võlakirju emitteerides.

**Kas peaksime toetama edasist lõimumist või mitte?** Mida saaks ja tuleks teha finantssektoris, arvestades, et **oleme sihiks seadnud teadmistepõhise majanduse ülesehitamise?**

Kindlasti tuleb püüda oskuslikult ära kasutada kõik need võimalused, mida pakub praegu käimasolev Euroopa ühtse finantssüsteemi väljakujundamine.

Kindlasti vajame ka edaspidi tugevat, paindlikku ning piisavalt tihedate regionaalsete ja üleeuroopaliste sidemetega pangasüsteemi, mis tagab oma kliendile Eestis parima ja soodsaima finantsteenuse.

Kahtlemata vajame sellist börsi, mis võimaldab investoril valida investeerimiseks suure hulga erinevate emitentide väärtpaberite vahel ja emitendil kaasata raha paljudelt erinevatelt investoritelt. Ja seda võimalikult väikeste kaasnevate kuludega. On raske ette kujutada, et sellistele tingimustele suudaks vastata Tallinna Börs, Riia Börs, Helsingi Börs või Stockholm Börs üksi. Selliseks võib kujuneda vaid läbipõimunud regionaalne väärtpaberiturg ja ideaalis mõne aasta pärast ühtne Euroopa väärtpaberiturg.

Kas eestlaste sääste tuleks hoida ainult "Eesti jaoks"? Mis on riigi kui terviku seisukohast kasulik – kas paigutada raha Eesti või näiteks Läti ettevõttesse, kes pakub paremat tootlust ja võimaldab säästa pensionipõlve või lapse hariduse tarvis rohkem, mis omakorda tähendaks, et riigil on ühe inimesega muret samavõrra vähem. Kas teame, et (investeerimis)õpikutarkuse kohaselt on juba praegu kodumaale paigutatud nii suur osa eestlaste säästudest, et halvemate aegade saabudes võib see tähendada rahapaigutaja jaoks täiendavat riski?

Säästmise eesmärk on toota säästjale piisavalt väikese riskiga piisavalt palju tulu. Igaüks peaks tegema rahapaigutusotsused just sellest lähtudes. Sel viisil käitume kõige kasulikumalt nii enda kui ka riigi jaoks.