

EUROSTUMISE TASE EESTIS JA SELLE MÕJU MAJANDUSELE¹

■ Euro sularaha käibeletulek ja eurostumine ■

Käesoleva aasta alguses võeti Euroopa Majandus- ja Rahaliidu liikmesriikides (EMU) euro kasutusele ka sularahana ning ühtlasi kaotasid kehtivuse nende riikide rahvusvaluutat². Arveldusvaluutana on euro käibel juba alates 1999. a algusest. Ühisrahale ülemineku lõpptulemusena kasutab täna Euroopas ligi 300 miljonit inimest oma igapäevastes sularaha- ja arveldustehingutes ühtainsamat valuutat – eurot.

Euro sularaha kasutuselevõttuga kaasnes euroalal hindade läbipaistvuse ning seega ka konkurentsi kasv, mis peaks pikema aja jooksul hinnakasvu aeglustama. Samas põhjustas euro sularaha kasutuselevõttuga seotud hindade ümardamine, mis toimus pigem ülespoole kui allapoole, lühiajalist hinnakasvu kiirenemist. Eurostati hinnangul küündis euro sularaha kasutuselevõtu mõju hinnakasvule 2002. a esimesel poolel kuni 0,2 protsendipunkti.

Jättes kõrvale emotsionaalsed aspektid, oli euro sularaha käibeletuleku mõju Eestile, erinevalt euro kontoraha kasutuselevõttust, peamiselt tehnilist laadi: 2001. a teisel poolel suurenes ajutiselt europaikonna riikide sularaha müük pankadele ning EMU riikide rahvusvaluutadega seotud laenud ja hoiused arvestati ümber eurodesse.

Vaatamata asjaolule, et Eesti on alles Euroopa Liidu kandidaatriik ning võimaliku ühinemiseni rahaliiduga võib kuluda aastaid, kasutatakse Eestis nagu ka teistes ELi kandidaatriikides nüüd siis teatud määral eurosid nii konto- kui sularahana. Pärast euro kasutuselevõttu rahaliidu riikides kontorahana laienes ELi kandidaatriikides diskussioon euro kasutamisest kodumaises rahasüsteemis. Ühe äärmusliku arengustsenaariumina pakuti isegi kodumaise valuuta ühepoolset ametlikku asendamist euroga ehk eurostamist³ enne kandidaatriigi liitumist EMUga.

On selge, et eurostamine oleks kandidaatriikidele majanduslikult ebaotstarbekas stsenaarium, kuivõrd euro ühepoolne kasutuselevõtt ei oleks kuidagi seotud ühinemisega Euroopa

¹ Artiklit võib käsitleda Eesti Pangas moodustatud töögrupi aruandena eurostumise tasemest.

² Lisaks ühisele rahale iseloomustab EMU liikmesriike asjaolu, et nende rahapoliitikat koordineerib alates 1999. aastast Euroopa Keskpank.

³ **Eurostamine** on suveräänse riigi otsus loobuda osaliselt või täielikult oma rahvusvaluutast ja emissiooniõigusest ning võtta seadusliku maksevahendina kasutusele euro, olemata samal ajal Euroopa Majandus- ja Rahaliidu liige. Teisisõnu tähendab eurostamine euro kasutuselevõttu, ilma et oleks sõlmitud selle kohta vastavat välislepingut EMU täisliikmete ning pädevate Euroopa Liidu institutsioonidega. **Eurostamist** tuleb eristada **euro reeglipärasest kasutuselevõttust**, mille all peetakse silmas Euroopa Majandus- ja Rahaliidu liikmeksõlekust tulenevat euro kasutamist seadusliku maksevahendina koos ühisraha emissiooniõigusega. Euro kasutuselevõtt toimub ELi liikmesriikide ning institutsioonidega (Euroopa Nõukogu, Euroopa Komisjon, Euroopa Keskpank) sõlmitava eelneva kokkuleppe alusel ning lähtub Euroopa Lepingust.

On selge, et eurostamine oleks kandidaatriikidele majanduslikult ebaotstarbekas stsenaarium, kuivõrd euro ühepoolne kasutuselevõtt ei oleks kuidagi seotud ühine-misega Euroopa Majandus- ja Rahaliiduga

Majandus- ja Rahaliiduga⁴. Samas on euro osaline kasutamine ehk eurostamine⁵ mõõdukas ulatuses rahaliiduga mitteliitunud ELi liikmesriikides ja ELi kandidaatriikides nende riikide majanduse integreerituse tõttu euroalaga igati loomulik areng.

Seoses eeltooduga tekib paratamatult küsimus, miks ikka isegi euroalaga hästi integreerunud ELi liikmesriikides, näiteks Taanis ja Rootsis või rahvusvahelise finantskeskusega Suurbritannias ei toimu ulatuslikku eurostumist (teisisõnu rahvusvaluuta väljatõrjumist euro poolt)?

Käesoleva artikli eesmärk ongi tutvustada euro spontaanse kasutuselevõtu võimalikke astmeid ja eurostamise taset Eestis. Lisaks analüüsitakse põgusalt eurostumisega seotud kulusid ning riske, milles osaliselt peitubki vastus eespool esitatud küsimusele.

■ Eurostamise vormid ja tasemed ■

Euro sularaha käibelelaskmisega jõudis lõpule Ameerika dollariga konkureeriva uue globaalse valuuta – euro – turuletulek. Euroopa Keskpank on väljendanud seisukohta, et euro rahvusvaheline levik ei ole otseselt Eurosüsteemi eesmärk, vaid pigem turujõudude tahe. Euro kujunes juba käibele tuleku aastal globaalse kasutatavusega valuutaks nii rahvusvahelise investeerimise, finantseerimise kui ka arvelduste valdkonnas. Näiteks konkureeris euro juba 2000. aastal rahvusvahelistes võlakirjaemissioonides edukalt dollariga. Ankurvaluutaks oli euro 2001. aastal 56 riigile, mis moodustasid kokku ligi 4% maailmamajanduse SKPst.

Et euro on käibel olnud väga lühikest aega, siis on selle rahvusvaheline levik praegu Ameerika dollarist väiksem. See on üks põhjusi, miks eurostamise erinevaid vorme ja tasemeid analüüsid saab tugineda oluliselt väiksemale hulgale rahvusvahelistele näidetele, kui seda näiteks spontaanse dollariseerumise ehk Ameerika dollari kasutamise puhul. Samas on ka eurostamise puhul võimalik eristada mitmesuguseid tasemeid, vorme ning motive.

Lähtuvalt sularaha asendamise määra ning eurostamise vormidest – varade ja/või sularaha asendamine –, jagatakse eurostamine lihtsustatult **mõõdukaks** ja **ulatuslikuks**. Kui mõõ-

⁴ Vt ka "Euro erinevatest vaatenurkadest: definitsioonid, majanduspoliitilised põhiküsimused ja eesseisvad ülesanded". Eesti Pank, 2001. [http://www.ee/epbe/et/EL_euro.html]

⁵ **Eurostamise** all mõistetakse nähtust, kui majandusagendid kasutavad turujõudude toimele vabatahtlikult eurot paralleelselt rahvusvaluutaga. Iseeneslikku eurostamise tingivad ärihuvid ning selle puhul ei ole tegemist sihikindla riikliku poliitikaga euro ühepoolseks kasutuselevõtuks. Mõisted *eurostamine* ja *eurostamine* on modifikatsioonid terminist *dollariseerumine*, mille all mõistetakse välisriigi valuuta kasutamist kodumaises rahasüsteemis. Ameerika dollari kasutamise puhul kõneldaks seega eurostamise asemel spontaansest dollariseerumisest.

duka eurostumise korral on tegemist peamiselt varade osalise nomineerimisega eurodes, siis välisvaluuta ulatuslik kasutamine tähendab nii eurode kasutuselevõttu sularahana kui ka varade nomineerimist suures ulatuses. Äärmuslikel juhtudel võib lisanduda ka palkade ja hindade indekseerimine. Reeglina saab palkade ja hindade indekseerimine toimuda vaid riigis, kus varad ja sularaha on juba ulatuslikult asendatud.

Dollariseerumise või eurostumise vormidena eristatakse:

- **sularaha asendamist** – välissularaha kasutamist riigisiseses ringluses;
- **varade asendamist** – pangahoiuste, väärtpaberite jm finants-instrumentide nomineerimist välisvaluutas. Lisaks sisemaises ringluses olevale välisrahale käsitletakse varade asendamise vormina üldjuhul ka elanikkonna välishoiuseid (*cross-border deposits*);
- **palkade ja hindade nomineerimist või indekseerimist välisvaluutas.**

Nagu spontaanse dollariseerumise puhul nii ka eurostumise korral võivad selle motiivid olla erinevad. Kui mõõdukas eurostumine peegeldab maailmajanduse globaliseerumist ning turgude integreerumist, siis ulatusliku eurostumise korral tuleks otsida põhjusi eeskätt konkreetse riigi majanduspoliitika ebastabiilsusest ning majanduse sisemisest või välisest tasakaalustamatusest. Ulatusliku eurostumise või dollariseerumise korral hoiab reaalsektor riskide alandamiseks varasid välisvaluutas ning välisvaluutat kasutatakse käibevahendina nii sula- kui kontoraha kujul. Ulatusliku spontaanse dollariseerumise näiteid võib leida Ladin-Ameerika riikidest (näiteks Boliivia, Uruguay, Nicaragua, Peru jt), kes impordivad Ameerika dollari ulatusliku kasutamise kaudu majanduslikku stabiilsust. Ulatusliku eurostumise näiteid on aga raskem leida.

Turujõudude mõjul toimuv ulatuslik rahvusvaluuta asendamine välisvaluutaga on tänapäeval iseloomulik kõigile avatud majandustele, olles majandusliku integratsiooni tagajärg. **Mõõduka eurostumise tulemusena toimuv varade osaline asendamine aitab kaasa finantsvahenduse arengule, luues täiendavaid võimalusi vähendada rahvusvaheliste finantstehingutega kaasnevaid kulusid, maandada tururiske ja mitmekesistada varade portfelli.** Viimane väide kehtib esmajoones nende riikide kohta, kus finantsturud on vähem arenenud ja riskide maandamise alternatiivsed võimalused piiratud.

Samuti on mõnes reaalmajanduse harus (eelkõige ekspordisektoris) otstarbekas tehingukulude optimeerimiseks arveldata välisvaluutas. Seega aitavad europiirkonnast välja jäävate Euroopa riikide mõõduka eurostumisele kaasa edusammud finantsturgude integreerumisel, regulatiivaktide ja seadusandluse ühtlustamisel ning kapitali ja tööjõu vaba liikumise suurenemisel.

Arenenud või arenguriikides, kus majanduskeskkond (sh hinnakasv) on stabiilne, ei toimu üldjuhul ulatuslikku rahvusvaluuta asendamist, kuivõrd **välisvaluuta kasutamine ei suurendaks rahapoliitilist stabiilsust** (vastupidi – suureneb baasraha volatiilsus jne), **vaid ühiskonna kulusid ning finantssüsteemi riske.**

Näiteks sularaha laiaulatusliku asendamise korral **suurenevad oluliselt sularaha paralleelkäibest tingitud ühiskonna kulud**, kuivõrd välissularaha häireteta ringluse eest ei vastuta rahvuslik keskpank ega välisvaluutat emiteeriv keskpank. Lisaks rahvusvaluuta asendamise tõttu kaotatud märkimisväärsel tulule, mida saanuks raha emiteerimisest, tekivad täiendavad lisakulud nii ringluses oleva välissularaha mahu suurenemisel (vahendustasu ning veokulud välissularaha juurdetellimisel) kui ka vähenemisel (intressi mitte-teeniva välissularaha hoiustamine). Välissularaha puhul puudub krediitiasutustel võimalus päeva jooksul operatiivselt reageerida sularahanõudluse muutumisele – täiendada või vähendada oma sularahavarusid. Eestis ulatuvad sesoonsed lühiajalised sularahanõudluse muutused kuni 5%ni ringluses oleva sularaha mahust.

Lisaks tuleb kanda kulunud välisvaluuta pangatähtede väljavahetamisega seotud kulud. Ulatuslik välissularaha kasutamine tingib vajaduse rakendada mittestandardseid sularaha paralleelkäivet võimaldavaid info-, arvestus- ja käitlemissüsteeme, sh sularaha- ja makseautomaate. Samuti tuleb viimaseid vastavalt turu arengule ajakohastada. Seetõttu on arusaadav, miks EMU liikmesriigid lühendasid euro ja rahvusvaluutade sularaha paralleelkäibe perioodi algul planeeritud kuni poolelt aastalt kahe kuuni.

Ulatuslik eurostumine varade vormis suurendab reeglina süsteemse rahanduskriisi tõenäosust, sest varade asendamisega kaasneb välismaiste spekulatiivsete portfelliinvesteeringute ehk nn kuuma raha⁶ kasv. 1997. a Aasia kriisi kogemused näitavad, et portfelliinvesteeringute mahu järsud muutused võivad teatud tingimustel põhjustada majanduse arengut destabiliseerivaid kapitalivooge. Valuuta ujuva vahetuskursiga riikides kaasneb kapitali väljavooluga üldjuhul valuutakursi ning varade hinna langus, fikseeritud vahetuskursiga riikides on aga tulemuseks intressimäärade tõus, varade hinna langus ning välisvaluutareservi kahanemine. Varade järsku hinnalangust ei tohi alahinnata, kuivõrd sellel võib olla pikaajaline destabiliseeriv mõju finants- ning reaalsektorile.

Lisaks suurendaks ulatuslik välisvaluutahoiuste kasv pangasektori avatust tururiskidele või siis tekitaks suuremaid kulusid nende maandamiseks. Finantssektori netovälisvaluutapositsiooni (välisvaluutas nomineeritud varade ja kohustuste vahe) tasakaalustamatuse kasv vähendab *ceteris paribus* ka keskpanga võimalusi anda viimase instantsi laenu. Vastavalt suureneb ka pangasüsteemi avatus riskidele. **Süsteemse riski ohu suurenemine finantsvahenduses mõjutab omakorda üldist riskimarginaali ning mõjub seeläbi kodumaiseid intressimäärasid tõstvalt.**

Rahvusvaluuta ulatusliku asendamise korral suureneb ka **rahaagregaatide muutlikkus**. Sularaha asendamine vähendab ringluses olevat baasraha (M0) ja suurendab sularaha

⁶ Inglise keeles *hot money*.

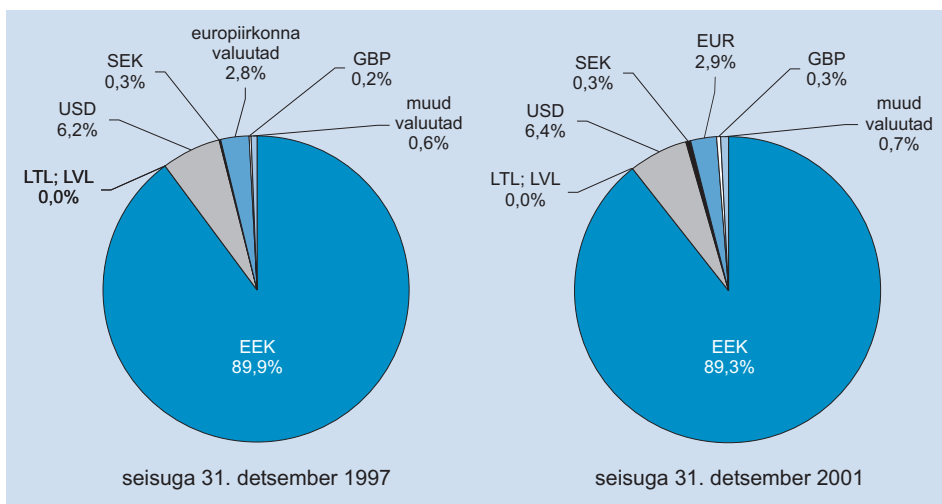
nõudluselastsust. Lisaks võimendab välisvaluuta laiaulatuslik kasutamine raha nõudlus- ja pakkumisšokkide mõju kodumaisele rahamassile.

■ Eurostumise tase ja trendid Eestis ■

Riigi keskpangal puuduvad üldjuhul täpsed andmed selle kohta, kui suur on residentide poolt kodumaises rahasüsteemis kasutatava mingi välisvaluuta, sh euro osakaal. Seetõttu saab eurostumise taset hinnata vaid kaudselt. Selleks et hinnang eurosularaha kasutamise kohta oleks võimalikult usaldusväärne, tuleb rakendada erinevaid hindamismeetodeid ning seejärel saadud tulemusi kõrvutada. Sularaha asendamise määra hinnates peab paratamatult tuginema kaudsetele meetoditele, sh küsitlustele. Varade asendamise määra on mõnevõrra lihtsam hinnata ning ka tulemus on täpsem, kuivõrd saab tugineda finantssektori statistikale.

Levinumaid välissularaha asendamise määra hindamise meetodeid on **nõudmiseni hoiuste valuutastruktuuri laiendamine sularaha valuutastruktuurile**, eeldusel, et nii sularaha kui ka nõudmiseni hoiuseid kasutatakse peamiselt maksete ja arvelduste teostamiseks.

Eestis on nii eraisikute (vt joonis 1) kui ka ettevõtete nõudmiseni hoiused nomineeritud peamiselt Eesti kroonides. Samuti ilmneb, et euro osakaal on nõudmiseni hoiuste puhul olnud viimastel aastatel suhteliselt püsiv. **Nõudmiseni hoiuste valuutastruktuuri aluseks**



Joonis 1. Eraisikute nõudmiseni hoiuste valuutastruktuur Eestis

võttes on sularaha eurostumise tase Eestis olnud viimastel aastatel eraisikute puhul 2–3% ja ettevõtete puhul 8–10%. Seega on eurostumise tase sularaha asendamisel Eestis madal ning see pole kasvanud. Analoogilisele järeldusele on jõutud ka mitme muu Kesk- ja Ida- Euroopa riigi sularaha asendamise hindamisel (vt tabel 1).

Tabel 1. Välisvaluuta sularaha osakaal võrreldes rahvusvaluuta ja välisvaluuta sularaha kogumahuga

Riik	1997–1998	1999–2001
Horvaatia ⁷	55%	42%
Tšehhima ⁷	38%	32%
Ungari ⁷	11%	7%
Slovakkia ⁷	33%	29%
Sloveenia ⁷	47%	43%
Eesti ⁸		18%
Venemaa ⁹		80%

müüdud rohkem Eesti kroone kui välisvaluutat. Eesti Turismiagentuuri andmete ja Eesti Panga maksebilansistatistika kõrvutamisel ilmnes, et 1999. aastal oli residentidest eraisikute turismiväliste valuutavahetustehingute maht nii valuuta ostu kui ka müügi puhul hinnanguliselt kuni kolm miljardit krooni ning kuni vaadeldud perioodi lõpuni (2001. a III kvartal) see vähenes. Seejuures ületas turismiga mitteseotud tehingute puhul välisvaluuta müük elanike poolt välisvaluuta ostu Eesti kroonide eest. Turismiga mitteseotud välisvaluuta ostu- ja müügittehingute mahu vähenemine ning tehingute keskmine positiivne netosaldo (st tehingutest tulenev Eesti kroonide mahu tõenäoline kasv) viitavad pigem välissularaha osakaalu vähenemisele Eestis. Kuna aga puudub statistika valuutade lõikes, siis ei saa selle meetodi puhul konkreetselt eurostamise kohta täpsemaid järeldusi teha.

Sularaha asendamise määra hindamise kolmanda meetodina saab kasutada **ühisraha-maade rahvusvaluutade (Soome mark, Saksa mark jm) ostukäibe võrdlust tavapärase trendiga vahetult euro sularaha käibele tulekule eelnenu perioodil**. 2002. a alguses kaotasid kehtivuse euroala riikide rahvusvaluutat, mistõttu ka Eesti residentidel tuli vahetada oma kehtetuks muutunud sularaha varud muudesse vääringutesse. Kõige enam vahetati Eesti valuutavahetuspunktid 2001. a teisel poolel ja 2002. a alguses Soome ja Saksa marku – tavapärasest kogusest kumulatiivselt ligikaudu ühe miljardi Eesti krooni võrra rohkem (vt joonis 2).

Seega võib lihtsustatud eeldustel hinnata 2002. a alguses elanikkonna käes olnud euro-sularaha ligikaudset mahtu umbes ühele miljardile kroonile. See hinnang ei sisalda rahvusvaluutade sularaha kogust, mille võisid vahetada turistid. Seoses euro sularaha käibele tulekuga võib praegu elanike käes olev eurode kogumaht olla aga veelgi väiksem, sest europaikkonna rahvusvaluutades nomineeritud sularaha vahetati peamiselt Eesti kroonideks. See viitab omakorda eurostamise taseme langusele sularaha asendamisel.

Austria keskpanga uurimuses¹⁰ seostatakse välissularaha osatähtsuse langust ELi kandidaatriikide suurenenud majanduspoliitilise stabiilsusega, aeglustunud inflatsioonitem-poga ja kasvanud usaldusväärsusega suu-res osas välisomandisse läinud pangasüs-teemi vastu.

Teiseks laiemalt rakendatavaks meetodiks välissularaha kasutamislutuse hindamisel on **välisvaluuta ostu-müügistatistika analüüs**. Krediidiasutuste statistika kohaselt on viimastel aastatel residentidele ja turistidele

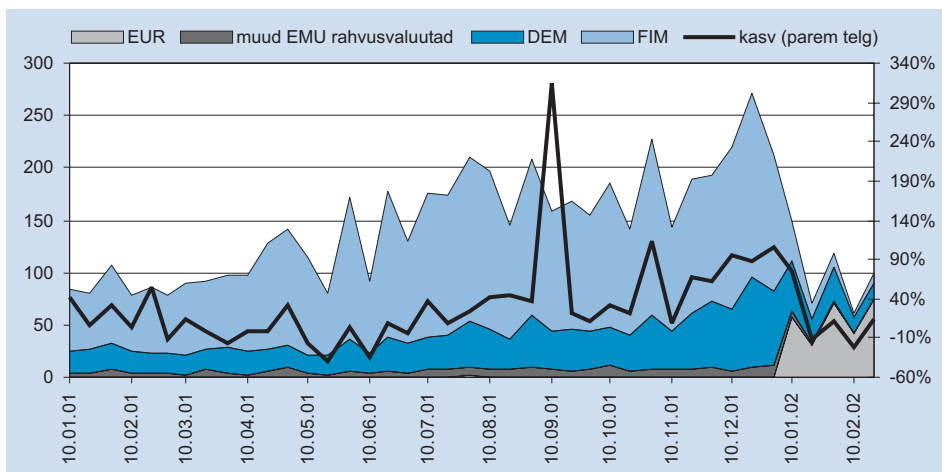
⁷ Sixt, H. (2001) *Survey Results about Foreign Currency Holdings in Five Central and Eastern European Countries*. – Forthcoming in CESifo Forum.

⁸ Eesti Panga hinnang.

⁹ Friedman, A., Verbetsky, A. (2001) *Currency Substitution in Russia*. – Economics Education and Research Consortium, WP No 01/05.

¹⁰ Oesterreichische Nationalbank *Survey Results about Foreign Currency Holdings in Five Central and Eastern European Countries 2001*.

Eelnevate meetoditega saadud ligikaudseid hinnanguid võib täpsustada kvalitatiivsete ja kvantitatiivsete küsitluste abil. 2001. a novembris viis turu-uuringute firma EMOR Eestis läbi küsitluse välisvaluuta omamise ja kasutamise kohta. Selle tulemuste põhjal oli välisvaluuta sularaha paralleelkäive Eestis tol ajal väike. Kuigi ligi kolmandikul Eesti elanikest oli mõningal määral välissularaha, oli seda viimase aasta jooksul sisemaistes maksetes kasutanud vaid 4% küsitletutest. Seejuures kasutati peamiselt Ameerika dollarit (3% kõigist küsitletutest). Küsitluste tulemused kinnitavad, et välissularaha käive Eestis on tagasihoidlik ja see on paljuski seotud säästmise ning turismiga.



Joonis 2. Euro ja EMU rahvusvaluutade müük pankadele ja käibe kasv võrreldes eelmise aasta sama perioodiga (mln kr)

Ühtki ülalpool mainitud euro sularaha asendamise määra hindamise meetodit on raske teistele eelistada, parima hinnangu saab erinevate meetodite tulemusi kõrvutades. Üldistusena võib väita, et **kõigi kasutatud meetodite kohaselt on eurostumise tase Eestis viimastel aastatel olnud stabiilselt madal**, kuid kvantitatiivsed tulemusi tuleks käsitleda ligikaudsetena.

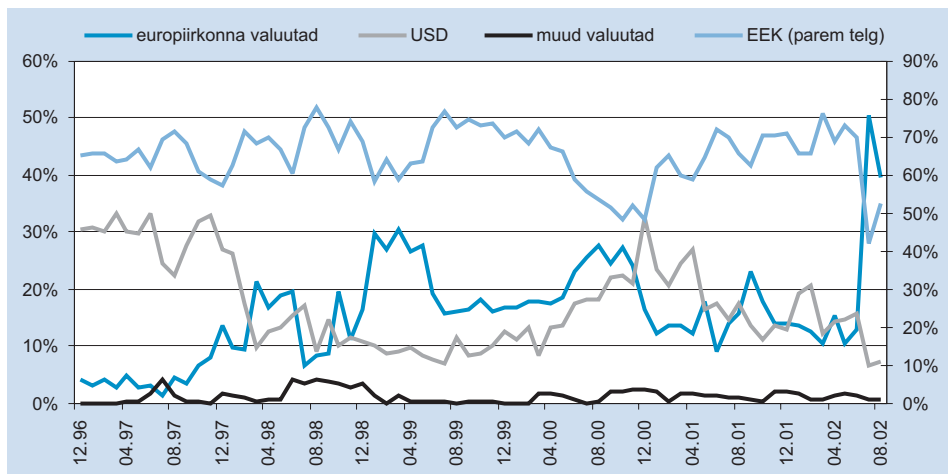
Sularaha asendamise kõrval on oluline eurostumise taseme näitaja **varade asendamise määr**. Selle indikaatoriks on reaalsektori välisvaluutahoiuste ja -laenude osakaal residentide kõigis hoiustes ja laenudes. Selle kohta on olemas statistika. Konkreetsete andmete olemasolu võimaldab hinnata varade asendamist täpsemalt kui sularaha asendamist.

Välisvaluutahoiuste osakaal on maailma eri piirkondades erinev, sõltudes peamiselt elanike usaldusest oma riigi rahasüsteemi vastu. Mida suurem on risk, et rahvusvaluuta väärtus väheneb, seda enam hoiustatakse sääste välisvaluutas. 2000. aastal oli välisvaluutahoiuste osakaal rahapakkumises suur näiteks Boliivias (81,3%) ja Türgis (49,4%)¹¹, suhteliselt väike Eestis (13,7%) ja Tšehhimaal (11,6%)¹².

¹¹ Honohan, P.; Shi, A. (2001) *Deposit Dollarization and the Financial Sector in Emerging Economies. The World Bank Working Paper Series.*

¹² Habib, M. M. (2002) *The Case of Euroization for Central and Eastern European Countries. Mimeo, 2002.*

Eraisikute nõudmiseni hoiustest on praegu Eestis ligikaudu 90% Eesti kroonides, 6% Ameerika dollarites ja 3% eurodes, tähtjaliste hoiuste puhul on osatähtsus vastavalt 70; 18 ja 9%. Seejuures on EMU liikmesriikide rahvusvaluutades nomineeritud tähtjaliste hoiustes osatähtsus alates 1999. aastast olnud 10% piirimal, mis viitab püsivalt madalale varade asendamise tasemele. **Ettevõtete tähtjaliste hoiuste struktuur valuutade järgi sarnaneb eraisikute omaga, kroonihoiuste osakaal on keskmiselt 70% (vt joonis 3). Europiirkonna valuutades ja dollarites nomineeritud hoiuste proportsioon on ettevõtete puhul sarnasem (mõlemad ca 10–15%).** See viitab tõenäoliselt väliskaubanduse mõjule. Europiirkonna valuutade osatähtsus on nii eraisikute kui ka ettevõtete hoiuste puhul stabiilsem, dollarihoiuste osatähtsus sõltub pigem vahetuskursi- ja intressidünaamikast.



Joonis 3. Ettevõtete tähtjaliste hoiuste struktuur valuutade järgi ¹³

Välisvaluuta väiksem osatähtsus nõudmiseni hoiuste puhul viitab sellele, et Eestis hoiavad residendid välisvaluutat pigem säästmise eesmärgil kui arveldustes kasutamiseks. Seejuures näitavad suhteliselt suur dollarihoiuste osakaal ning selle muutuste kõrvutamine intressimäärade muutumisega, et pangahoiuste asendamise puhul on ilmselt olulisemaks motiiviks intresside ja vahetuskursi arbitraaz ning spekulatsioon kui nn krooniriski vältimine.

Sularaha asendamise ja välisvaluutahoiuste struktuuri trendid Eestis sarnanevad suurel määral teiste ELi kandidaatriikide näitajatega. Reaalsektori välisvaluutalaenu puhul aga eristub Eesti teistest Kesk- ja Ida-Euroopa riikidest, kuivõrd meil rakendatakse suures ulatuses laenu indekseerimist. Välisvaluutas väljastatud või sellega indekseeritud laenud moodustavad hinnanguliselt 80%, sh euroga seotud laenud ca 75% reaalsektori laenuportfelli. Laenu indekseerimise ja välisvaluutalaenu laialdase kasutamise põhjuseks on 1990. aastate alguses majanduse ebakindluse tõttu välja kujunenud tava, mille järgi finantssektor nihutas valuutariski lõpplaanajale, andes laene Saksa marga baasil. Täna väljendab sama tendents pigem süvenevat integratsiooni Euroopa Liiduga.

¹³ Eurovaluutade osakaalu järsk suurenemine ettevõtete tähtjaliste hoiuste valuutastruktuuris 2002. a juulis oli tingitud sellest, et ühe suurettevõtte eurodes nomineeritud laenud laekusid Eesti krediitühistusse.

Eraldi tuleb märkida pikaajalisi kinnisvaralaene, mille puhul avaldub selgelt valuutariski maandamise mõju. 94% kinnisvaralaenudest ning 98% uutest laenudest on kas indekseeritud või väljastatud välisvaluutas, sh kaks kolmandikku eurodes. Kinnisvaralaenude pikaajalisust silmas pidades on need juba praegu eurodes nomineeritud, arvestades asjaolu, et ka Eesti ühineb lähitulevikus europiirkonnaga. Eurostumist süvendab omakorda asjaolu, et eraisikute kinnisvaralaenude kasvutempo on ettevõtetele antud kinnisvaralaenude omast kiirem.

Vaatamata ulatuslikule laenude ehk kohustuste nomineerimisele välisvaluutas, võib Eestit lugeda mõõdukalt eurostunud riigiks nii sularaha kui varade asendamise taseme järgi. Arvestades asjaolu, et Eesti on avatud majandusega ning tihedalt europiirkonnaga integreerunud riik, on mõõdukas eurostumine ootuspärane. Eurostumise tase tõenäoliselt ei tõuse, sest see põhjustaks valuutade paralleelkäibega seotud kulude ja riskide suurenemist.

■ Järeldused ■

Eurostumine on turujõududest lähtuv vabatahtlik euro kasutamine kodumaises rahasüsteemis rööbiti rahvusvaluutaga. Mõõdukas eurostumine või dollariseerumine on globaliseeruva maailmamajandusega kaasnev paratamatu protsess, mis peegeldab eelkõige riigi finantssektori efektiivsuse kasvu.

Mõõduka eurostumise tulemusena toimuv varade osaline asendamine aitab kaasa finantsvahenduse arengule, võimaldades täiendavalt vähendada rahvusvaheliste finantstehingutega kaasnevaid kulusid, maandada tururiske ja mitmekesistada varade portfelli. Rahaliiduga mitteühinenud ELi riikide ja ka kandidaatriikide mõõdukat eurostumist soodustab edu finantsturgude integreerumisel, regulatiivaktide ja seadusandluse ühtlustamisel ning kapitali ja tööjõu vaba liikumise suurendamisel.

Eestis iseloomustab eurostumist teistest ELi kandidaatriikidest keskmiselt madalam eurosularaha tase ja eurodes nomineeritud reaalsektori hoiuste väike osakaal. Eurodes nomineeritud ja euro suhtes indekseeritud laenude osakaal on Eestis seevastu mõnevõrra suurem kui teistes ELi kandidaatriikides. Kui 1990. aastate alguses oli selle põhjuseks majanduslik ebakindlus, siis praegu viitab see pigem süvenevale integratsioonile ELiga. Pikaajalised laenud on juba n-ö ette eurodes nomineeritud, teisalt on ka välisturgudelt täiendavalt kaasatav pikaajaline ressurss valdavalt eurodes.

Kokkuvõttes on Eestis viimastel aastatel jätkunud mõõdukas eurostumine, aga kitsamalt näiteks sularaha asendamisel on eurostumise tase isegi alanenud. Kuivõrd lähiajal ei ole oodata olulisi muutusi Eesti majanduspoliitilises keskkonnas või finantsarhitektuuris, siis on tõenäoline, et eurostumise mõõdukas trend säilib. Isegi euroalaga tugevasti integreerunud, kuid sellega

ELi kandidaatriikidele, kelle majanduskeskkond on niigi stabiilne, ei too välisvaluuta ulatuslikum kasutamine kaasa täiendavat rahapoliitilist stabiilsust. Küll aga suurendaks see põhjendamatult ühiskonna kulusid ja finantssüsteemi riske.

veel mitte liitunud ELi liikmesriikides ei ole täheldatud, et mõõdukas eurostumine võiks muutuda ulatuslikuks. Enne rahaliiduga liitumist ei oleks ulatuslik eurostumine riigi jaoks majanduslikult efektiivne.

ELi kandidaatriikidele, kelle majanduskeskkond on niigi stabiilne, ei too välisvaluuta ulatuslikum kasutamine kaasa täiendavat rahapoliitilist stabiilsust. Küll aga suurendaks see põhjendamatult ühiskonna kulusid ja finantsüsteemi riske. Sularaha laiaulatuslik asendamine vähendaks raha emissioonist saadavat tulu ja suurendaks kulusid välissularaha paralleelse ringluse korraldamiseks.

Lisaks suurendab ulatuslik eurostumine varade vormis süsteemse rahanduskriisi tõenäosust. Ulatuslik välisvaluutas nomineeritud hoiuste kasv suurendaks pangasektori avatust tururiskidele või siis kulusid nende maandamiseks. Finantssektori netovälisvaluutaposisiooni suurem tasakaalustamatus vähendaks ka keskpanga võimalusi anda viimase instantsi laene, st suurendaks pangasüsteemi avatust riskidele. Süsteemse riski ohu kasv finantsvahenduses mõjutab omakorda üldist riskimarginaali ning mõjub kodumaiseid intressimäärasid tõstvalt.

Lähtudes asjaolust, et valuutade paralleelkäive toob kaasa suuremaid kulusid, võib globaalse valuutapiirkonnaga majanduslikult ning poliitiliselt hästi integreerunud riigil olla ühel hetkel kasulikum rahvusvaluuta kasutamisest hoopis loobuda. Sellise lahenduse näiteks on Euroopa Majandus- ja Rahaliidu liikmesmaad. **Eestil kui ELi kandidaatriigil ei ole aga valuutade paralleelkäibega seotud kulusid arvestades otstarbekas eurostumist riiklikult täiendavalt soodustada või kiirendada. Arvestades Eesti integreerituse astet, oleks meie riigi jaoks optimaalseim lahendus euro võimalikult kiire kasutuselevõtt Euroopa Liidu lepingus sätestatud korra järgi.**

Lähtuvalt EMU liikmesriikide kogemusest, võiks Eesti seega võimalikult kiiresti pärast Eurosüsteemiga liitumist üle minna eurosularaha kasutamisele. Oma kogemus on meil selles osas 1992. a rahareformi näol olemas. Kulude minimeerimiseks lühendasid ka rahaliidu praegused liikmesriigid euro ja rahvusvaluutade sularaha paralleelkäibe perioodi kahe kuuni. EMORi poolt tänavu veebruaris läbi viidud sularahakäitlemisega tihedamalt kokku puutuvate ettevõtete uurimuse järgi pooldavad ka Eesti ettevõtted võimalikult lühikest euro ja Eesti krooni paralleelkäibe perioodi.