

EUROOPA KESKPANGA (EKP) MADALATE INTRESSIDE POLIITIKA

Sissejuhatavaid mõtteid hetkeolukorrast

Kuna andmete kogumise ebapiisavus hinnaindeksi väljaarvutamiseks on üldteada, pole EKP eesmärgiks enam saavutada statistilist hinnatõusu määra null protsenti aastas, vaid nüüd on sihikule võetud pisut kahest protsendist allapoole jääv aastane tõus. EKP ülesanne on sümmeetrilist laadi – tuleb vältida nii liiga kõrgeid kui ka liiga madalaid inflatsioonimäärasid. Tegelikult jääb kallinemise määr Euroopa Majandus- ja Rahaliidus juba mitme kuu jooksul tunduvalt soovitud tasemest allapoole ja selline areng jätkub. See kehtib ka inflatsiooni põhimäära kohta, niisiis energia ja toiduainete hinnaarenguid arvestamata jättes. Põhjuseks on jätkuvalt stagneeruva töö tootlikkuse juures 2009. aastast alates vähenev majanduslik aktiivsus ja sellega seotult kahanev nõudlus – seda eriti euroala kriisiriikides –, liiga kõrgete hindade korrigeerimine mõnedes maades ning juba mõnda aega langenud naftahinnad ja odavnenud energiaimport. Üha vähenev vahemaa nulljooneni, milleni jõudmisel – kui kasutada üldist kõnepruuki – nõndanimetatud disinflatsioonist saab deflatsioon, õhutab veelgi kohati ülivastakaid diskussioone EKP poolsetest hädavajalikest investeringutest ja keskpanga osast valuuta valvurina.

Deflatsioon on kestev protsess, niisiis pole tegu ükses ajutiselt langevate hindadega. Selle tunnusteks on kahanevad sisemajanduse koguprodukti kasvumäärad, suurenev tööpuudus, palgakärped ja kõige selle tulemusena hinnamuutuste spiraal suunaga eelmainitud nulljoonest allapoole. Reaalintressid tõusevad. Selline olukord on eriti problemaatiline niisugustele ettevõtetele ja eramajapidamistele, kellel on suur võlakooormus lähteolukorrast alates. Kui leiab kinnitust hinnalanguse jätkumine, siis selle tulemuseks on nõudluse üha tugevnev ülekandumine tulevaste ajaperioodi (tulevikku) ja kasvav hinnasurve. Tendentsina mõjub see piirvalt niisuguste lepingute sõlmimisele, mille puhul hinnalangus tingib reaalkoormuste kasvu. Võlgade teenindamist ja personaalkulusid silmas pidades võib siinkohal näitena tuua laenu- ja töölepinguid. Disinflatsioon tähendab seevastu üksnes kahanevat hinnataseme tõusu (teine tuletus!), niisiis statistiliselt kindlakstehtud inflatsiooni vähenemist.

Kui vaadelda Euroopa Majandus- ja Rahaliitu tervikuna ja jätta tähelepanuta erisituatsioonid mõnedes riikides, siis kõigepealt seisneb põhieesmärk disinflatoorse arengute peatamises, et juba eos vältida majandussurutsesse libisemist. Selleks rakendab EKP eelkõige allloetletud meetmeid, mis nii mõnigi kord on andnud põhjust tulisteks vaidlusteks:

- baasintressimäärade langetamine;
- kvantitatiivne leevendamine (**Quantitative Easing** – QE): siinkohal on tegu laenude, hüpoteekvõlakirjade (kinnisvaraga tagatud võla(pandi)kirjade – ja varadega tagatud väärtpaberite (viimaseid nimetatakse ka *asset-backed securities* (ABS)) – kokkuostmisega EKP poolt. Kui nende operatsioonide objektiks on riigilaenu, mida EKP järelturgudelt omandab, räägitakse kvantitatiivsest leevendamisest (QE) rahapoliitiliste otsetehingute (*Outright Monetary Transactions* – OMT) abil. Kvantitatiivne leeven-

damine tuleb kõne alla siis, kui keskpank on baasintressimäärad viinud nulli või juba isegi allapoole seda ning konjunktuuri toetamiseks on vaja ka edaspidi kasutada ekspansiivset rahapoliitikat. Sellist laadi operatsioonid teenivad oma eesmärgi siis, kui rahapoliitilise toimeahela toimimine on tagatud. Transimissiooniprotsessi häiritud funktsioneerimisvõime emissioonipankade, krediidiastutuste ja reaalmajanduse vahel tuleb taastada. Ostude läbi muudetakse mitmesuguste võlakirjade seniste omanike nõuded, mis alles kunagi tulevikus kuuluksid väljamaksmisele, käesolevas ajas kasutatavaks likviidsuseks. Teisisõnu: seotud omakapital vabaneb. Kommertspankade krediidiandmise potentsiaal tõuseb, nende rahahankimise võimalused avarduvad.

- sihtotstarbelised pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO*), mille kestvus oli algselt kolm¹ ja nüüd neli aastat.

Peapõhjuseks, miks majanduse taastumist pole senini toimunud, on enamikes euroala riikides üldine ülemäärane võlakoormus. Paljud ettevõtted, eramajapidamised ja ka mõned Euroopa Liidu riigid on sihiks võtnud oma suuri võlgu vähendada. Ent seeläbi kahaneb ka nõudlus ning ettevõtted saavad üha vähem tellimusi. Teisest küljest on kommertspankad – silmas pidades omakapitali vähesust riskantsete aktivatega bilanssides – krediitide andmisel tagasihoidlikud. *Summa summarum* makstakse praegu võlgu rohkem tagasi kui uusi antakse. Sellevõrra on arusaadav, et EKP on baasintressimäärad viinud võimalikult madalale, kergendanud laenuitingimusi ja pikendanud tagasimaksmise tähtaegu. Sellele lisaks on keskpank valmis laenude kokkuostmise programmide abil pankade bilansikoormust kergendama ja avama võimalusi uute krediitide andmiseks.

On küsitav, kuivõrd üldse on võimalik praeguste majandustingimuste raames siiani rakendatud ja tulevikuks plaanitud rahapoliitiliste meetmetega reaalmajanduse kulgu sihipäraselt mõjutada. Pole sugugi kindel, et tänu ekspansiivsele rahapoliitikale Euroopa pangad rohkem laenu andma ning teiselt poolt ettevõtted innovatsiooni ja investeringute tarbeks rohkem laenu võtma hakkaksid, mille tulemuseks oleks konjuktruuri elavnemine. Põhimõtteliselt ei saa üksnes rahapoliitiliste vahenditega tekitada majanduse lisakasvu lihtsalt sellepärast, et finantseerimise areng on olnud soodne. Ilma laiaulatuslike reformideta (eelkõige paindlikud tööturud, bürokraatia vähendamine, majanduskasvule vastavad maksusüsteemid) ja ilma infrastruktuurile, haridusele, teadustööle ning innovaatilistele investeringutele, samuti interneriteenustele² suunatud reaalpoliitikata ei saa rahapoliitika püsivalt edukas olla.

EKP poliitika eesmärgiks on muuta senise hinnaarengu suunda nii, et nn inflatsioon oleks taas keskmise näitaja juures, milleks on pisut vähem kaks protsenti. Selleks langetas EKP juba juunis 2013 miinus 0,1 protsendile langetatud diskonto määra 5. juunil 2014 veelkord miinus 0,2-le protsendile. Negatiivne diskonto määr tähendab teatud mõttes trahviintresside võtmist EKP-s hoitavatelt hoiustelt. Põhimõtteliselt

¹ TLTRO-meetmeid, mida rakendati 2011. aasta lõpul ja 2012. aasta alguses umbes triljoni suuruses summas, nimetati I maailmasõja aegse mortiiri järgi Paksuks Bertaks.

² Analoogselt Saksamaa 'Digitalen Agenda' – Digitaalsele agendale.

sarnaneb see pangahoiustelt võetava maksuga. Niimoodi tahetakse panku sundida reaalmajandu-sele rohkem laene väljastama. See eeldab aga omakorda, et pangad suudavad kanda krediitväljastamise riske ja on selleks ka valmis. Nõnda pole see aga mitte kõikjal euroalal. Samuti tahetakse saavutada seda, et ülemäärase likviidsusega pangad näitaksid senisest suuremat valmisolekut pankadevahelise turu kaudu niisuguseid vahendeid ebapiisava rahaloome potentsiaaliga krediidasutuste käsutusse andma.

On küsitav, kas praeguses situatsioonis pangad trahviintresse silmas pidades EKP soove üldse järgima hakkavad. Negatiivsed baasintressimäärad võivad pigem soovimatuid reaktsioone põhjustada – nimelt hakatakse keskpanga poolt võetud suunast kõrvale hiilima. Esiteks võivad pangad lisakulud kõrgemate laenuintresside (ja pangateenustasude) abil oma klientide kaela veeretada, mis praeguses majandusolukorraga sugugi ei sobiks. Teiseks võivad pangad näha väljapääsu kallite laenude ennetähtaegsete tagasimakse abil oma keskpanga kontoseisu vähendada, selle asemel et uute laenude väljastamisega käibes olevat rahahulka suurendada. Lisaks tuleks mõelda ka sellele, et negatiivsed hoiuseintressid võivad kahjustada kvantitatiivsete leevendamisprogrammide raames tehtavate rahapoliitiliste otsetehingute mõju. See juhtub siis, kui pangad riigi võlakirjade müügist saadavat tulu ei saa otsekohe nende vaatevinklist õigustatud laenude väljastamiseks kasutada, vaid peavad tulud ajutiselt keskpanka „parkima“, mille eest neil tuleb trahviintresse siis tasuda.

Euroopa Liidu toimimise lepingu artikkel 123 kohaselt on EKP-l keelatud tegeleda riikliku finantseerimisega. Selles mõttes ei tohi keskpank riiklikke laene otse emitendilt üle võtta. Vastakaid diskussioone on põhjustanud küsimus, kas artikkel 123 vastu eksitakse ka siis, kui keskpank omandab riigi võlakirju järelturgudel. Kuna niisugused rahapoliitilised otsetehingud riikide eelarvet koheselt ei suurenda, pole põhimõtteliselt tegu riikliku finantseerimisega. Otsetehingutega tahetakse saavutada üksnes seda, et vähendada vastavate riikide poolt makstavaid võlakirjade intresse ja nii hõlbustada neil uute laenude võtmist kapitaliturgudel.

EKP toleaeagne president Jean-Claude Trichet andis 2010. aasta mais liikmesriikide survele järele ja teatas, et kui vaja, siis hakkab EKP kvantitatiivse leevendamise programmi abil kriisiriikide riiklikke võlakirju piiramatul hulgal muude kolmandate turgude kaudu kokku ostma. Sellega taheti takistada rahandusliidu lagunemist. Üksnes sellise kokkuostuprogrammi teatavakstegemine alandas probleemsete riikide laenude riskipreemiaid. Plaan sekkumisvahendeid selektiivselt rakendada ei meeldinud eriti aga riikidele, kes toetusprogrammi polnud kaasatud. Peale selle avaldati kartust, et kriisiriigid ei pruugi end enam survestatuna tunda ega näe vaeva riigivõlgnevuse vähendamise ja struktuurireformide järjekindla elluviimisega või vähemalt ei tunnetata nad seda survet piisavalt tugevana. Just nende maade puhul oleks aga ülimalt vajalik läbi viia põhjalik saneerimine, et nad Euroopa Liidu raames taas majanduslikult järje peale saaksid.

EKP nõukogu võttis 22. jaanuaril 2015 vastu laiendatud kvantitatiivse leevendamise programmi. Selle kohaselt saab ajavahemikus märtsist 2015 kuni esialgu septembrini

2016 lisaks juba käivitunud programmidele³ hea reitinguga riigilaene⁴ turult välja võtta, mille jaoks on igakuiselt kasutada 60 miljardit eurot keskpanga raha. Kogu ajaperioodi kohta teeb see ühtekokku 1,14 triljonit eurot. Kirjeldatud kava erineb 2010. aastal väljakuulutatud kontseptsioonist oluliselt selle poolest, et tulevikus ei kasutata enam vahendeid selektiivselt hädasolevate riikide võlakirjade ostmiseks. Selle asemel kaasatakse nüüd programmi kõik liikmesriigid. Järelikult tuli kõigepealt kindlaks määrata, milliste kriteeriumide järgi turgudele **juurdepumbatavat** likviidsust üksikute riikide võlakirjade vahel ära jaotada. Lõppude lõpuks määrab selline jaotusvõti ära, millised riigid kokkuostuprogrammist kõige rohkem kasu saavad või teisisõnu – milliste riikide valitsuste jaoks finantseerimistingimused *ceteris paribus* (samadel tingimustel) kõige soodsamalt arenevad.

Arutusel oli kaks jaotamise varianti: kas jaotamine iga liikmesriigi keskpanga osakute (osakapitali – Anteile) alusel EKP kapitalis – põhimõtteliselt siis liikmesriigi majandusliku võimekuse kohaselt – või siis jaotamine vastavalt turu abil kapitaliseeritavate veel tagastamata riigivõlgade kogumahu järgi ('turusügavus'). Otsustajatele pidi olema selge, et kas ühe või teise jaotusvõtme puhul võivad tekkida kõrvalefektid, mis pole tingimata eesmärgile vastavad. EKP nõukogu otsustas jaotamisel kasutada osalust EKP kapitalis. Võlakirjade ostmine ilma riikide spetsiifikat arvestavate ülempiirideta andnuks tulemuseks, et kõige suuremad osasummad programmimahust oleks läinud majanduslikult tugevatele liikmesriikidele, näiteks Saksamaale. Järelikult oleks nende riikide intressikoormus rohkem langenud kui majanduslikult tunduvalt nõrgematel kriisiriikidel. Selle tõkestamiseks ostab keskpank iga riigi veel kustutamata riigivõlast maksimaalselt 33 protsenti.

EKP valik lasta riiklike võlakirjade kokkuostmist läbi viia liikmesriikide keskpankadel ja kahjumiriskid nende õlule veeretada, rikub ühise ja ühtse rahapoliitika reegleid. Selline poliitika baseerub nimelt ühtse vastutuse printsiibil. Vastutusriiskide 'renatsionaliseerimisega' läheneb rahapoliitika üha enam rahanduspoliitikale. Veelgi kaalukama mõjuga fakt on aga see, et ülemäärastes võlgades vaelevad riigid – nende ümber kogu asi ju keerlebki – ei tunneta enam piisaval määral laenude riskitasude ohjeldavat efekti.

Et sellist soovimatut kaasnähtust vähemalt pisutki leevendada, kehtib EKP nõukogu otsuse järgi 20 protsenti vabadel turgudelt ostetud laenude kohta ka edaspidi ühine riskivastutus, millest EKP omakorda võtab enda kanda kaheksa protsenti ostumahust. Ülejäänud 80 protsenti suhtes lasub risk liikmesriikide keskpankadel. See tähendab seda, et lõppude lõpuks vastutavad iga antud liikmesriigi maksumaksjad, kuna neid võib pidada oma maa keskpanga 'passiivseteks omanikeks'⁵.

³ Nagu hüpoteekvõlakirjad ja krediittagatisega väärtpaperid.

⁴ samuti Euroopa institutsioonide ja abiprogramme teostavad emitendid.

⁵ Seda mõttearendust vaata: Sinn, Hans-Werner, Europas Schattenbudget, Deutsches Handelsblatt, 09.02.2015, lk 48.

EKP nõukogu oleks võinud lisaotsusega, et laene ostetakse üksnes riikidelt, kes Euroopa Liidu Komisjoni otsuse kohaselt oma lepingulisi kohustusi ('*Compliance*') täidavad, selgemalt väljendada struktuurireformide hädavajalikkust ja seda manitsevat üleskutset veelgi energilisemalt rõhutada. See oleks kindlasti tõstnud kõnealuste riikide valmidust tulevikule orienteeritud meetmete elluviimiseks. Siinkohal kerkib aga küsimus, kas EKP oleks niisuguste mitte otseselt finantsvaldkonda puudutavate otsustuste mõjutamisega ületanud oma pädevuse piire? Hinnates EKP meetmete vastavust rahapoliitilistele alustõdedele kerkib põhimõtteline küsimus: mis rahapoliitika üldse on ja kus on selle piirid?

Silmas pidades kvantitatiivse leevendamise programme tuleb selgeks rääkida veel üks eriti tähtis küsimus. Kas EKP-l peab olema lubatud osta lihtsa tagatisega ja transparentsete võlakirjade kõrval ka varadega tagatud võlakirju (ABS)? Niisuguste võlakirjade aluseks on suurearvulised sarnast liiki laenud, millel on ülimalt erinevad tagatised. Laenupakettide probleem seisnebki selles, et nende üksikosade tagatised on ebapiisavalt dokumenteeritud, mistõttu on neid raske hinnata. Sellised kompleksed finantsinstrumentid annavad võimaluse krediidiriske mitte üksnes hajutada, vaid neid ka varjata. USA päritolu ja rahvusvahelises ulatuses müüdnud, ent halvasti dokumenteeritud ja vääralt hinnatud üliriskantsed hüpoteeginõuded vallandasidki aastal 2008 nõndanimetatud madalaklassiliste (*subprime*) laenude katastroofi, mis omakorda kasvas üle kogu maailma hõlmanud rahandus- ja majanduskriisiks. Sellest ajast peale on niisuguste laenupakettide vastu usaldus kadunud ja neil on küljes „mürgiste“ ehk „saatanlike väärtpaberite“ või koguni „massihävitusrelvade“ maine. Kuna neid saab igal ajal uue likviidsuse hankimise eesmärgil nii-öelda kuritarvitada, tähendab ABS-väärtpaberite kokkuostmine EKP poolt erilist riski Euroopa Liidule, kes EKP eest teadaolevalt vastutab. Nii jõuamegi lõpuks jälle kõiki liikmesriike hõlmava maksumaksjate kogukonnani. Seepärast tohiks üldsuse huvides tegutsev EKP osta üksnes lihtsaid ja transparentseid, kõrgeima kvaliteedi ja madalaima riskiga väärtpabereid (nn '*Senior-Tranches*'). ABS-väärtpaberid on aga vastandina äärmiselt kompleksed ja läbinähtamatud, kuna neisse on koondatud suur hulk erineva boniteediga võlakirju. Niisuguste võlakirjapakettide maksetõrgete tõenäosust oskab parimal juhul hinnata üksnes neid koostanud pank. Ja seda ka ainult juhul, kui pangale on teada paketi koondatud krediitide vahelised kontsentratsiooni- ja korrelatsiooniriskid. Seetõttu on potentsiaalsetel ostjatel raske suure maksetõrke riskiga ABS-väärtpabereid (nn '*Mezzanine-Tranches*') kohe algusest peale ära tunda.

2011. aasta alguses alustati sihtotstarbeliste pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonidega (*TLTRO*), mille abil tahetakse saavutada seda, et pankadel muutuks lihtsamaks oma põhiülesande täitmine – nimelt ettevõtete võõrkapitaliga varustamine – üha enam piirkondi hõlmates. Eelkõige Lõuna-Euroopa kohalikele firmadele tuleb ohtralt krediite anda. See ei sõltu aga mitte ainult 'suutlik olemisest', st pankade rahaloome potentsiaalst, vaid ka nende 'soovimisest'. Pangad võtavad laenuaotlusi vastu ainult piisava maksevõimekusega laenuaotlejatelt. Maksevõimekuse tõstmine ei ole rahapoliitika ülesanne. Selle globaalseks mõjutamiseks on parimal juhul finantspoliitika suuteline majanduskeskkonda vajalikke muudatusi sisse tooma.

Praeguses majandusolukorras tundub paljudele krediidasutustele olevat tulutoovam ja tunduvalt vähem riskantne oma tegevust pikaajaliste laenude (*TLTRO*) abil refinantseerida ja nii kõrgete intressidega riigivõlakirju osta või kalleid pangalaenu kustutada, selle asemel et majandusettevõtetele lisakrediite väljastada. Nii polegi midagi imestada, et sihtotstarbeliste pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide (*TLTRO*) vahendamine esimeses 'raundis' 2011. ja 2012. aastal oma eesmärgi ei saavutanud. Sel põhjusel on tulevikus sihtotstarbeliste pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide laenu seotud tingimusega, et pangad tõstaksid oma senist krediidimahtu määral, mis vastab väljastatud pikemaajaliste laenude mahule (*Funding for Lending*). Samaaegselt selle otsusega on taoliste keskpanga krediitide kestvust pikendatud kolmelt aastalt neljale aastale. See kehtib aga ainult siis, kui sihtotstarbeliste pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide (*TLTRO*) abil suurendatud krediidimaht selle perioodi jooksul säilitatakse. Vastasel korral tuleb laenu juba kahe aasta pärast tagasi maksta.

Kas sel viisil kirjeldatud meetme eesmärk ka saavutatakse, on täiesti küsitav. Pangad saavad nüüd nii nagu ennegi sihtotstarbeliste pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide (*TLTRO*) vahenditega riiklikke laene kokku osta ja siis kahe aasta möödudes EKP-lt saadud krediidid lihtsalt jälle tagasi maksta. Kui tahetakse meetme tegelikule eesmärgile vastutõotavat käitumist takistada, tuleks laenuaotluste rahuldamine siduda oluliselt karmimate piiravate tingimustega. Mõeldav oleks näiteks aktuaalne tõendus vahendite sihipärase kasutamise kohta, millest rangelt kinni peetakse. Samuti võiks sisse nõuda trahviintresse. Kumbagi ettevaatusabinõud pole esialgu ette nähtud. Niisiis on oodata, et pangad ka tulevikus vähemalt üht osa oma likviidsusest ettevõtete ja eramajapidamiste käsutusse ei anna. Järelikult ei tasu ka eriti loota, et krediidimahu kahanemist euroalal suudetakse takistada EKP ootustele vastaval määral.

Kuigi raha välisväärtus ei kujuta endast keskpanga poliitika üht võimalikku eesmärki, võib tänu vahetuskursile EKP praegune poliitika ikkagi positiivse efekti tekitada. Kuna pankade eurolikviidsuse intressid on äärmiselt madalad või maksustakse see koguni trahviintressidega, suureneb pidevalt kapitali paigutamine euroalast väljapoole. Sellele järgnev ühisvaluuta langev vahetuskursus tõstab aga üldjuhul kohalike ettevõtete konkurentsivõimet. Sellist tendentsi toetavad USA ja Suurbritannia ettevalmistused intresside arengumuutuse käivitamiseks käesoleva aasta jooksul. Kui see omakorda annab tõuke ekspordimahu suurenemisele, siis nii suudavad algatatud majandusaktioonid hindu langetavaid tendentse ikkagi pidurdada.

Langevad intressid mõjutavad ettevõtete majanduslikku olukorda mitte üksnes samas suunas muutuva (*st langeva*) vahetuskursiga. Ka kulude ja omakapitali kvoodi kaudu on neil nii positiivne kui ka negatiivne mõju. Positiivselt mõjutavad langevad intressid võõrfinantseeringute kulusid siis, kui senised kõrgema intressiga laenu kustutatakse uute madalama intressiga laenulepingute abil. Teisest küljest kahaneb koos langevate turuintressidega ka diskonteerimisfaktor, mis määrab ettevõtte poolt finantseeritava pensiooni teise samba jaoks vajalike pikaajaliste kohustuste nüüdsväärtuse. Mida madalam selline faktor on, seda kõrgem on sissemaksete nüüdsväärtus, mida ettevõtte teeb oma töötajate pensiooni teise samba

finantseerimiseks. See omakorda sunnib ettevõtteid tunduvalt suuremaid bilansi-reserve moodustama, mille läbi väheneb nende omakapitali positsioon.

EKP nõukogu otsus 22. jaanuarist 2015 paisata finantsturgudele järgneva 19 kuu jooksul veel lisaks 1,1 triljonit eurot põhjustab varaliste väärtuste kiiretempolist kasvu, nagu näitavad arengud USAs, Suurbritannias ja Jaapanis. Neid arenguid toetavad EKP ostud, mistõttu atraktiivsed rahapaigutusvõimalused veelgi kahanevad. Niisugustest arengutest saavad kasu juba niikuinii jõukad elanikkonnakihid, kellel on suured kinnisvarad ja rikkalikult täidetud väärtpaberidepood. Seevastu silmas pidades reaalselt raha väärtuse kahanemist, satuvad madalate intresside tõttu halvemasse olukorda eriti niisugused eraisikud, kes oma tulevase vanaduspensioni jaoks hoiustavad raha euroväeringus. Võib karta, et pikemat aega kestva madalate intresside faasi korral sotsiaalsed lõhed üha süvenevad.

Madalad intressid mõjutavad ka panku, kes tegelevad põhiliselt klassikalise hoiustamise ja laenuandmisega.⁶ Vähenevad marginaalid kreditori ja deebitori intresside vahel on põhjuseks, miks niisuguste pankade jaoks muutub üha raskemaks mõistlikku kasumit saada. See võib neid tulevikus ajendada oma tegevuse raskuspunkti investeerimispaiganduse riskantsetesse valdkondadesse üle viima. Ka elukindlustusfirmadel, kes oma klientide sissemaksetest saadava tulu olid siiani suures ulatuses pikatähtajalistesse riigi võlakirjadesse paigutanud, tekivad kauakestva intresside madalseisu korral üha rohkem raskusi oma klientidele atraktiivset kasumit pakkuda. Seetõttu tekib oht, et ka need firmad paigutavad neile usaldatud raha järjest riskialtimalt. Niisugust tendentsi tahetakse takistada kapitalistandardiga Solvency II, mis on juba praegu kehtivate rangete kapitalireeglite 73/239/EÜT edasiarendus ja hakkab aastast 2016 kehtima kogu Euroopas. Selle kohaselt tuleb kindlustusfirmadel riskantseid tehinguid veelgi rohkema omakapitaliga tagada.

Rahvusvaheliste Arvelduste Pank on mures, et äärmiselt madalad intressid võivad finants- ja kinnisvaraturgudel liialdusi põhjustada, ja manitseb keskpanku üliekspansiooni rahapoliitika lõpetamist mitte edasi lükkama, vaid hakata seda ette valmistama ja võimalikult ruttu alustama. Kui sellega hiljaks jäädakse, siis tekib oht, et järgmises konjunktuuri madalfaasis pole rahapoliitikale piisavalt mänguruumi fiskaalpoliitikat saatvateks vastumeetmeteks. Juba praegu olevat märgata, et vabaks lastud raha ei satu reaalmajandusse, vaid hakkab finantsturgudel „mulle“ tekitama. Olgu mis on, euroala silmas pidades võib siiski tõdeda – praeguses olukorras, kui konjunktuur on üleüldiselt madal ja lootust hindade tõusuks eriti ei ole, siis põhimõtteliselt on ekspansiooniline rahapoliitika esialgu veel õigustatud.

Aprill, 2015

Manfred O. E. Hennies
Kiel/Warder
Saksamaa

Matti Raudjärv
Tallinn/Pirita-Kose ja Pärnu
Eesti

⁶ Saksamaal on need eelkõige hoiukassad ja ühistupangad (Sparkassen und Genossenschaftsbanken).