

EUROOPA KESKPANGA (EKP) MADALA INTRESSIMÄÄRA POLIITIKA JA KVANTITATIIVNE LÕDVENDAMINE EUROOPA VALITSEMISSEKTORI VÕLAST LÄHTUDES

Wolfgang Eibner¹
Jena Ernst Abbe Ülikool

1. Probleemipüstitus

1.1. Tööhüpoteesid

Alljärgnev analüüs põhineb kahel kesksel tööhüpoteesil, mida tuleb kontrollida kõikehõlmava andmeanalüüsi kaudu.

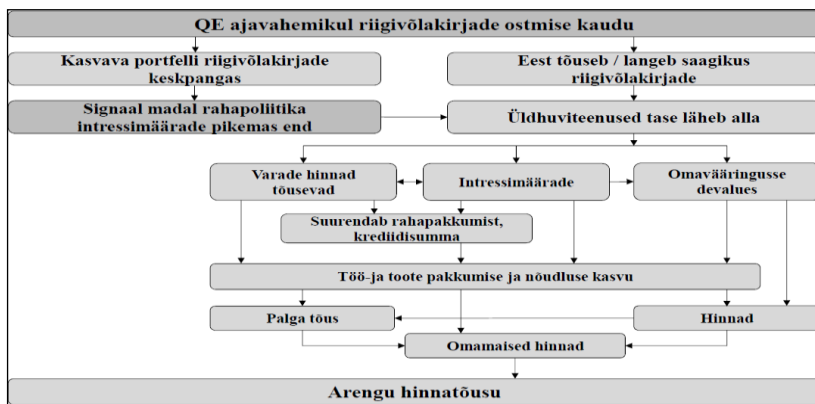
1. tees. Paljudel maadel on nii kõrge valitsemissektori võlg, et naasmine oluliselt kõrgemate baasintressimäärade juurde ei ole enam võimalik.
2. tees. „Intressimäärade olulise tõstmise korral saaks hoida rasked reaalmajanduslikud tagajärjed või koguni erinevate maade maksejõuetuse ära ainult võlgade väärtuskärpe teel

1.2. Kvantitatiivse lõdvendamise (*Quantitative Easing, QE*) määratlus ja toimeviis

Kõigepealt tuleb määratleda kvantitatiivse lõdvendamise mõiste ja eesmärk.

Joonis 1 näitab EKP poolt Euroopa riigivõlakirjade ostmise näol rakendatava kvantitatiivse lõdvendamise toimeviisi.

Sellise ekspansiivse rahapoliitikaga on võimalik (vähemalt teoreetiliselt) nii reaalsele turule positiivset tugeid anda kui ka inflatsioonimäära kergitada (selle tõenäosust peab EKP praegu liiga madalaks) ning valuuta üldjoontes nõrgeneb, mis toob kasu maa ekspordi konkurentsivõimele.



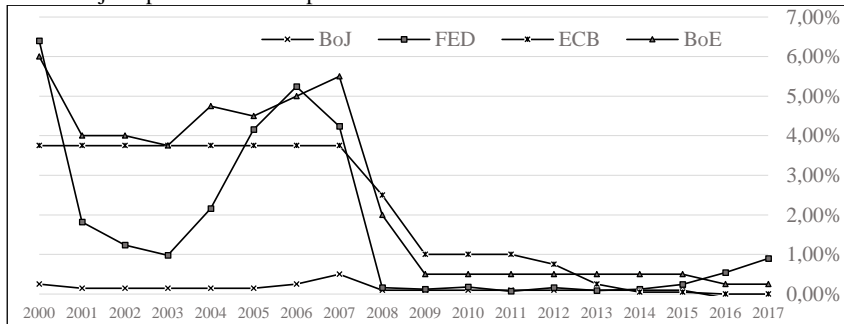
Joonis 1. Riigivõlakirjade ostmise kaudu rakendatava kvantitatiivse lõdvendamise toimeviisi skeem²

¹ Riigiteaduste doktor prof Wolfgang Eibner, Jena Ernst Abbe Ülikooli insenerimajanduse teaduskond, Carl-Zeiss-Promenade 2, 07745 Jena, Saksamaa, Wolfgang.Eibner@eah-jena.de.

² Autori esitlus Saksamaa Liidupanga (2016) 2016. aasta juuni kuubulletääni (lk 36) alusel

1.3. Intressipoliitika ning kvantitatiivne lõdvendamine majandus- ja rahaliidus ning selle jaoks olulistest majanduspiirkondades

Joonis 2 annab ülevaate baasintressimäärade arengust majandus- ja rahaliidus ning valitud asjassepuutuvatest keskpankadest alates 2000. aastast.



Joonis 2. Baasintressimäärad majandus- ja rahaliidus (ECB, EKP), Ameerika Ühendriikides (FED), Jaapanis (BoJ) ning Suurbritannias (BoE) ajavahemikus 2000-2017³

Joonisest 2 ilmneb kõiki asjassepuutuvaid keskpanku puudutanud baasintressimäärade langetamine Ameerika Ühendriikide 2007/2008. aasta kinnisvara- ja finantskriisi käigus.

Ekspansiivne rahapoliitika pidi ja peab korvama finantskriisist põhjustatud kapitalikadu, takistama deflatsiooni ning tagama likviidsuse eelkõige pangandussüsteemis ja tegema riikidele piisavalt ning soodsalt kättesaadavaks likviidsuse (intressimäärade paralleelsete langetamiste kaudu) vajalikuks peetavate majanduse elavdamise ja pankade päästmise kavade jaoks.

2. Valitsemissektori võla tähtsus kvantitatiivse lõdvendamise ja madalate intressimäärade jaoks

2.1. Ülevaade valitud riikide valitsemissektori võlast majandus- ja rahaliidus

Joonis 3 annab ülevaate valitud riikide valitsemissektori võlast majandus- ja rahaliidus võrreldes nende SKP-ga; seejuures on riikide võlakohustused võetud eeskätt riigivõlakirjade kujul, mida EKP saab seejärel kvantitatiivse lõdvendamise raames osta. Kõikides riikides ilmneb Ameerika Ühendriikide kinnisvara- ja finantskriisi tagajärgede kõrvaldamiseks tehtud jõupingutuste taustal pärast 2007.

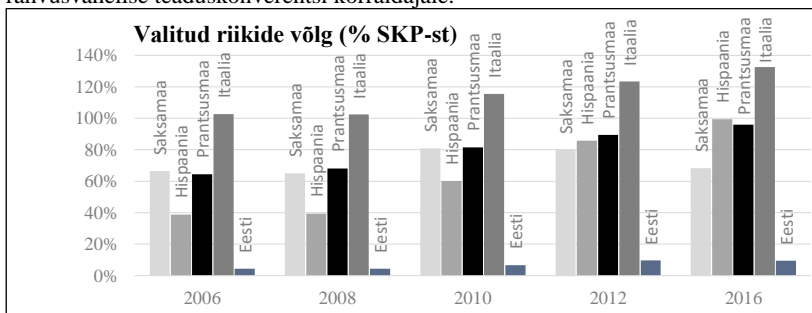
³ EKP (2017a): http://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

Föderaalreserv (2017): <https://fed.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

Inglise Pank (2017): www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Repo.asp

Statista (2017): <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/420102/umfrage/leitzens-der-zentralbank-von-japan/>

aastat võlgade oluline kasv (avaliku sektori kulutuste programmid pankade päästmiseks ja majanduse elavdamiseks); Eestil on siin ette näidata igas suhtes probleemitu võlakoorumus ja Eesti lisamine loetellu on puhtalt austusavaldus XXV rahvusvahelise teaduskonverentsi korraldajale.

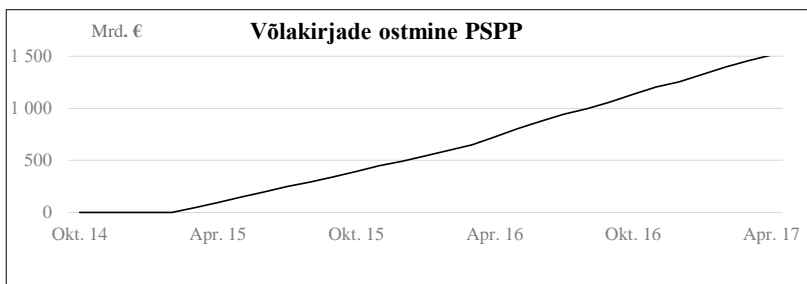


Joonis 3. Saksamaa, Hispaania, Prantsusmaa, Itaalia ja Eesti valitsemissektori võlg protsendina vastavast sisemajanduse koguproduktist turuhindades⁴

Nende ja teiste majandus- ja rahaliitu kuuluvate riikide (nagu eelkõige Belgia ning Portugali) ilmne absoluut- ja suhtarvudes suur valitsemissektori võlg annab alust järeldada, et sellega peab osaliselt kaasnema riigivõlakirjade puhul asjakohane intressimäärade tõus finantsturgude riskiturbega seotud põhjustel. Intressimäärade tõusu langusele pööramiseks nägi EKP endal kohustust tõsta omalt poolt nimetatud kvantitatiivse lõpvendamise kaudu nõudlust valitsemissektori võlakirjade järele ning langetada niiviisi püsivalt majandus- ja rahaliidus riigivõlakirjade turumäära.

2.2. EKP riigivõlakirjaostud majandus- ja rahaliidus kvantitatiivse lõpvendamise raames

Joonis 4 näitab, kui jõuliselt EKP kvantitatiivset lõpvendamist avaliku sektori väärtpaberite ostukava (Public Sector Purchase Program, PSPP) raames majandus- ja rahaliitu kuuluvate riikide kasuks rakendab.



Joonis 4. Võlakirjaostud PSPP raames kokku miljardites eurodes

⁴ Autori esitlus, andmete allikas: Eurostat (2017a): <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=de&pcode=tipsgo11>

Võlakirjaostudest moodustavad umbes 90% majandus- ja rahaliitu kuuluvate riikide riigivõlakirjad (vastavalt EKP kapitali märkimise alusele). Lisaks kehtib praegu (september 2017) nõue, et osta tohib ainult riigivõlakirju miinimumtulususega – 0,4%.⁵

Umbes 10% ostudest moodustavad nn riigiüleste asutuste (supranationals) nagu näiteks Euroopa Investeeringuspanga (European Investment Bank) või Euroopa finantsstabiilsusvahendi (European Financial Stability Facility) võlakirjad.

3. EKP kui majandus- ja rahaliitu kuuluvate riikide finantspoliitika vang

3.1. Paljudel maadel on nii kõrge valitsemissektori võlg, et naasmine oluliselt kõrgemate baasintressimäärade juurde ei ole enam võimalik.

Pöördume nüüd faktide kogumise järel tagasi alguses püstitatud 1. tööhüpoteesi juurde.

Eespool kirjeldatust nähtub, et ühelt poolt on asjassepuutuvatel majandus- ja rahaliitu kuuluvatel riikidel väga kõrge absoluutne ning suhteline valitsemissektori võlg ja et teisest küljest ostab EKP PSPP kaudu nende maade riigivõlakirju kokku väga olulises ulatuses, mis lisaks madalalale üldisele baasintressimäärale avaldab konkreetselt ka tugevat survet riigivõlakirjade tulumääradele. See tähendab, et majandus- ja rahaliitu kuuluvad riigid on hetkel vaatamata suurele laenuvajadusele silmitsi ajalooliselt madalate finantseerimiskuludega (võlaintressidega).

Selgituseks Saksamaa näide praeguste arvandmete alusel.

- Koguvõlg 2 140,367 miljardit eurot, sellest riigivõlakirjad 1 553,319 miljardit eurot.
- Intressikoormus kokku 43,372 miljardit eurot, sellest riigivõlakirjad 31,476 miljardit eurot – praeguse keskmise 2,02% intressimäära puhul, kusjuures intressimäär on (veel) nii kõrge seetõttu, et tähtaegadega seotud põhjustel ei ole olnud võimalik veel kõiki Saksa riigi võlakohustusi praegusele madalale intressimääradele refinantseerida.⁶

Kui nüüd võrdleme Saksa valitsemissektori tulusid, sh sotsiaalkindlustusmaksleid, summas 1 411 miljardit eurot kogukuludega (sh intressimaksed) summas 1 387 miljardit eurot, ilmneb praegu (Ende 2016) riigieelarve ülejääk 24 miljardit eurot.⁷

Mis juhtub aga siis, kui praegune intressimäär uuesti tõuseb, kuna nt EKP oma kvantitatiivset lõdvendamist uuesti oluliselt vähendab ja/või baasintressimäära uuesti „normaalsete“ väärtusteni tõstab?

⁵ Ostude jaotus ja kapitali märkimise aluse üksikasjad: EKB (2017c): <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/pspp-qa.en.html>; miinimumtulususe nõue –0,4%:EKB

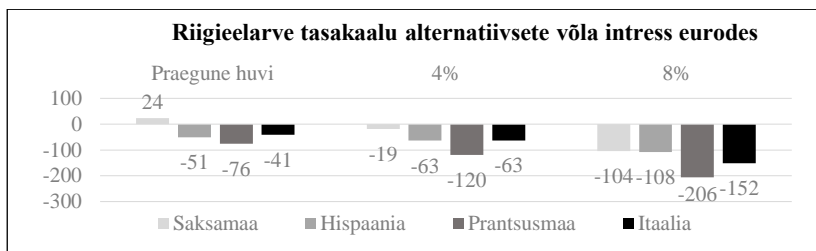
(2017d):<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208.en.html>

⁶ Saksamaa intressimaksed: Eurostat (2017b): <http://ec.europa.eu/eurostat/de/data/database>
Code: gov_10a_main

⁷ Eurostat (2017b): <http://ec.europa.eu/eurostat/de/data/database> Code: gov_10a_main

Joonis 5 võrdleb analoogselt eespool esitatud arvutusele saadud Saksamaa, Hispaania, Prantsusmaa ja Itaalia riigieelarve jääke alternatiivsete intressimäärade korral

- praegusel tasemel,
- kui intress tõuseb 4%-ni (see oli riigivõlakirjade keskmine intress majandus- ja rahaliidus enne Ameerika Ühendriikide 2007/2008. aasta kinnisvara- ning finantskriisi),
- kui intress tõuseb 8%-ni (mis vastas näiteks Saksa riigivõlakirjade intressimääradele 1990. aastatel, kui vastav intressimäär Lõuna-Euroopa riikides oli osaliselt isegi 2-kohaline).



Joonis 5. Saksamaa, Hispaania, Prantsusmaa ja Itaalia riigieelarve jääk vastava valitsemissektori võla alternatiivsete intressimäärade korral⁸

Seega on ilmne, et intressimäärade tõus, kas EKP kvantitatiivse lõdvendamise lõpu või baasintressimäärade olulise tõusu tulemusena, seaks kõikide majandus- ja rahaliitu kuuluvate riikide riigieelarve tohutu surve alla ning tõstaks järsult riigieelarve puudujääki.

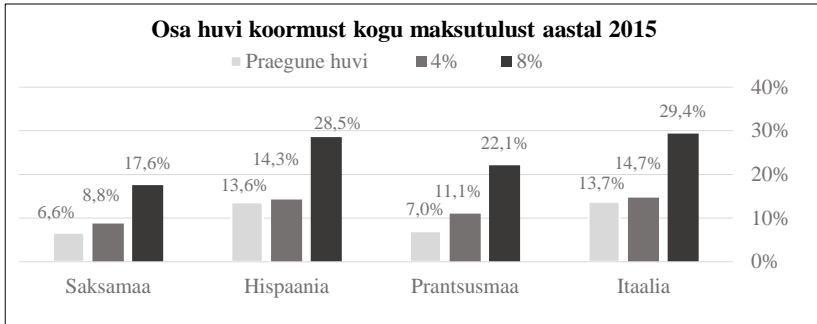
Just seetõttu jääb EKP esialgu oma odava raha poliitikale truuks. Kvantitatiivsest lõdvendamisest väljumine ja baasintressimäärade püsiv tõus ilma kaasnevate majandus- ja rahaliitu kuuluvate riikide reformideta eelarve saneerimiseks ei ole joonisel 5 ilmnevate tagajärgede tõttu eelarvepoliitika seisukohast võimalik ega ka oodatav, kuna vajalikest reformidest praegu märke ei ole.

3.2. Intressimäärade olulise tõstmise korral saaks hoida rasked reaalmajanduslikud tagajärjed või koguni erinevate majandus- ja rahaliitu kuuluvate maade maksejõuetuse ära ainult võlgade väärtuskärpe teel.

Joonis 6 kinnitab või süvendab tõdemust joonisel 5, kinnitades tööhüpoteesi 2 veel intressikoormuse võrdlusega intressimäärade alternatiivsete tõusude korral vastavalt praeguselt tasemelt 4%-le või 8%-le. Sellega seoses ei tohi lisaks unustada, et ajalooliselt ei saa Euroopas 8% intressimäärade riigivõlakirjade puhul kuigi kõrgeks pidada. Sellist intressimäärade püsiva tõusuga arengut tuleb mitte ainult majanduslikel, tsükliilistel ja potentsiaalselt ka majanduskasvupoliitilistel põhjustel

⁸ Autori esitus, andmete allikas: Eurostat (2017b): <http://ec.europa.eu/eurostat/de/data/database> Code: gov_10a_main

väga problemaatiliseks või kahjulikuks pidada, vaid sellega kaasneksid asjaomastes maades ka ühiskondlikud, sotsiaalsed ning poliitilised häired.



Joonis 6. *Intressikoormuse osakaal Saksamaa, Hispaania, Prantsusmaa ja Itaalia aastases kogumaksutulust vastava valitsemissektori võla alternatiivsete intressimäärade korral⁹*

Kui EKP, nagu paljud majandusteadlased nõuavad, lõpetab kvantitatiivse lõdvendamise ja tõstab uuesti püsivalt baasintressimäära, on see juhul, kui majandus- ja rahaliidus ei jätkata püsivate eelarvepoliitikareformide rakendamist, võimalik ainult koos riikide võlakohustuste olulise vähendamisega (nt võlgade osalise kustutamise teel), ilma et tekiks sügavate majanduslanguste vallandumise oht.

4. Kokkuvõte

- EKP madala intressimäära poliitikat ning sellekohast kvantitatiivset lõdvendamist rakendatakse eeskätt majandus- ja rahaliitu kuuluvate riikide riigieelarvele avalduva koormuse vähendamiseks valitsemissektori võla intressimaksude langetamise kaudu.
- Kui praegusest madala intressimäära poliitikast loobutakse ja EKP lõpetab aktiivselt kvantitatiivse lõdvendamise (või kui see ei ole jätkatav, kuna üha suurem osa riigivõlakirjadest on juba EKP portfellis), kaasnevad asjaomastes maades rasked reaalmajanduslikud tagajärjed ning ka ühiskondlikud, sotsiaalsed ning poliitilised häired.
- Seetõttu on naasmine traditsioonilise rahapoliitika juurde koos püsivalt kõrgemate võlainpresside ja ettemaksetelt nõutavate intressidega ning EKP täieliku rahapoliitilise autonoomia juurde, kes ei oleks siis enam poliitika vang, kes peab äärmiselt lõdva rahapoliitikaga majandus- ja rahaliitu kuuluvate riikide üha kasvavat valitsemissektori võlga reaal- ning rahasektoris kindlustama, võimalik ainult majandus- ja rahaliitu kuuluvate riikide võlakohustuste olulise vähenemise korral.

⁹ Autori esitlus, andmete allikas: Eurostat (2017b): <http://ec.europa.eu/eurostat/de/data/database> Code: gov_10a_main