

VÕLAKRIIS JA SÜSTEEMILE LOOMUOMANE EBASTABIILSUS¹

Sissejuhatavaid mõtteid hetkeolukorrast

Ettekujutus, et turumajanduslik süsteem on põhimõtteliselt stabiilne ja pärast ajutise iseloomuga tõrkeid selle tasakaal alati taastub, on küsitav juba eelmise sajandi neljakümnendatest aastatest, kui John Maynard Keynes avaldas oma nõudlusele orienteeritud kontseptsiooni. Hiljem seitsmekümnendatel aastatel läbilõõnud neoklassitsistlikud paradigmad², mis põhinesid lähteseisukohtadel nagu *homo oeconomicus*, majandussubjektide³ täielik turuläbipaistvus ning efektiivsed ja stabiilsed finantsturud, on pankade, finants- ja võlakriisi puhkemisest alates jõudnud lõpliku absurdini. Adam Smithilt pärinev paljukiidetud mõiste *nähtamatu käsi* ei kujuta endast tänapäeva globaliseerunud majanduses enam midagi niisugust, mida põhimõtteliselt juhiks üksnes moraal ja poliitiline mõistlikkus, vaid üksikute majandussubjektide omakasupüüdlik tegutsemine põhjustab kaugeltki mitte õnnistusrikkaid tagajärgi kogu ühiskonna hüvangu silmas pidades. Käitumisökonomikal (*Behavioral Economics*) on siinkohal pakkuda realistlikumaid suundi. Turu efektiivsuse – niisiis ka vabadusele rajatud korra – püsijäämiseks tuleb kehtestada usaldusväärsed mängureglid, millest ka kinni peetakse. Need reeglid peavad tokestama raha- ja kapitaliturgude pöörase tempoga iseseisvumist ja hukatuslike kriiside teket. Turumajanduslik kord eeldab võimaluste, riskide, aga samuti vastutuse põhimõttelist ja lahutamatu kokkukuuluvust. Pankade ja muude finantsasutuste nn olulisus süsteemi funktsioneerimisel ei tohi riikide valitsusi suruda väljapressitavate rolli, mille tulemuseks on olukord, kus kasumi kasseerib eramajandus ja kahjum jääb kogu ühiskonna kanda.

Nüüd, kui euroalal ei ole enam vahetuskursse, mille langetamisega saaks tugevdada kriisiriikide konkurentsivõimet, soovitatakse niisuguste riikide rahvamajanduse turgutamiseks läbiproovitud vahendina palkade vähenemist (nn sisemist devalveerimist). Vähenevad personalikulud annaksid nende riikide ettevõtetele võimaluse oma tooteid nii sise- kui ka välisurgudel odavamalt pakkuda, mille abil tekiks tendents ekspordi suurenemiseks ja import võiks väheneda. Kasvava positiivse kaubandusbilansiga saaks vähendada välisvõlga. Antud riikide paranenud krediitväärus vähendaks nende refinantseerimiskulusid ja seega ka investeringute intressikulusid. Tulemusena stimuleeriks see võlariikide majanduskasvu. – Nii palju siis teoreetilistest kaalutlustest ja nendest tulenevatest soovutestest.

Arendud kriisiriikides on näidanud, et kahanevate personalikulude korral on hindade vähenemine vaevumärgatav, kui see üldse toimub. Kui kasumi kasv ka tekib, siis

¹ Eesti keelse artikli (mis oli aluseks ka inglise keelse artikli tõlkele) terminoloogiat konsulteeris Eesti Panga Nõukogu esimees (1998-2008), Tartu Ülikooli emeriitprofessor Mart Sörg.

² Neid on eelkõige põhjendanud Chicago School of Economics ja selle eesmärgile Milton Friedman.

³ Kes alati oleksid võimelised koguma olulist informatsiooni ja neid olukorrale vastavalt kasutama sihipäraste majandusotsuste tegemisel.

seada ei kasutata investeringuteks, vaid võlgade tagasimaksmiseks. Veelgi problemaatilisemaks teeb olukorra asjaolu, et kahanev sissetulek vähendab eranõudlust ja põhjustab seega edasist toodangu vähendamist – koos vastavate mõjudega tööturgudele – mis omakorda toob kaasa uut sissetulekute langust. Import küll väheneb ka, aga taandareneva maailmakonjunktuuri taustal mõjub see kaubandusbilansile kõigest ebaolulisel määral. Väliskaubandusest pole niisiis rangeid piire seadvast palgapoliitikast märkimisväärseid kasvuEFEkte oodata.

Kui järgida Ameerika Nobeli preemia laureaadi Paul Krugmani soovitusi⁴, siis oleks praeguste raskuste lahendamine lihtne: tuleks üksnes à la Keynes riiklikke väljaminekuid tõsta ja siis saaks suureneva majanduskasvu alusel keskmises perspektiivis – või siis vähemalt pikema perioodi jooksul – lahendada tööhõive- ja lõppkokkuvõttes ka võlaprobleemid. On vaieldamatu, et majanduskasv on oluline konsolideerimisfaktor ja et ilma majanduskasvuta jooksevad kõik säästupidutused tühja. Aga nii lihtne, nagu Krugman seda ette kujutab, asi muidugi pole! Kuidas tuleks hiiglaslikku võlakoormaga silmitsi seistes leida vahendeid lisaväljaminekuteks? Enamik riike, kes oma trööstitu eelarvega maadeldes on jõudnud sügava kuristiku, st retsessiooni äärelle, nagu näiteks EL lõunapoolsed liikmesriigid, leiavad ennast olukorrast, kus nende koguvõlad on ületanud taluvuse⁵ piiri. Lisakulutusi pole enam võimalik lisavõlgadega katta.

Jagades küll soovitusi kasvatada väljaminekuid neid võlgade abil finantseerides, ei arvestata sugugi turgu valitsevate reitinguagentuuridega, kelle mõju on praeguseks kasvanud tihti tervet süsteemi ohustavaks.⁶ Kui riigi võlgnevuse määr kasvab, siis tõuseb ähvardava pilvena horisondile krediidireitingu alandamine. Sellel on antud riigile dramaatilised tagajärjed, kuna hinnavahead (nn *spreads*) uuesti positsioneeritavate laenude jaoks finantsturgudel tõusevad ja seega riigi eelarvet veelgi koormavad. Lisandub tõsiasi, et palju fondid ja kindlustusseltsid tohivad oma põhikirjade kohaselt osta üksnes esmaklassiliseks hinnatud riigi võlakirju ja pangad hindavad bilansireeglite kohaselt väärtpapereid turuhindade alusel ja vastavalt Rahvusvahelise Arvelduspanga (Bank of International Settlements – BIS) Baseli komitee otsustele tuleb neile anda riskipõhine omakapitali garantii.⁷ Kui riikide maksujõulisuse hinnang langeb, siis langeb ka nende jooksvate laenude kvaliteet. See põhjustab omakorda tendentsi, et neid võlakirju järelturgudel üha enam pakutakse, mille peale käivitub langevate võlakursside protsess (tõusvad kasumimäärad) ja on karta reitingu uut langetamist. Sellist arengut toetavad turumajandusele tüüpilised 'õigustatud ootuste seaduspärasused'. Tagajärjena istuvad võlariigid üha kindlamalt võlalõksus.

⁴ Krugman, P., End this Depression Now! W.W. Norton & Company, New York/London, April 2012; ders.: The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008, W.W. Norton & Company, New York/London, september 2008.

⁵ Mida tähendab selles kontekstis *kandvus*? Riigi koguvõlg on siis *kandev*, kui selle riigi rahvamajanduslik võimekus lubab oodata, et ka tulevikus suudab ta kanda võlgadest tulenevaid intresse ja tagasimakseid. See omakorda eeldab vastavat rahvusvahelist konkurentsivõimet.

⁶ Selles seoses võib nimetada kolme suurt Ameerika reitinguagentuuri Fitch Ratings, Moody's ja Standard & Poor's.

⁷ Basel II ja tulevikus Basel III

Siinkohal ei tohi tekkida vääritimõistmist – reitinguagentuurid on finantsturgude jaoks tähtis faktor. Nende hinnangud distsiplineerivad mitte ainult riike eelarvest kinnipidamisel ja ettevõtteid ärijuhtimisel, vaid parandavad ka – juhul kui reitingud on korrektsed⁸ – investorite turuläbipaistvust. Siiski on lähimineviku halbu kogemusi silmas pidades hädavajalik reitinguagentuuride põhjalik reformimine ja rangete reeglite kehtestamine. Eelkõige tuleb ellu rakendada kaks järgmist printsiipi:

- 1) Reitinguagentuuride maksujõulisuse hinnangud baseeruvad arvukatel indikaatoritel, mille muutuv kaalukuse aste teeb need kõrvalseisjale raskesti arusaadavateks. Seepärast tuleb agentuure kohustada avalikustama, millistel alustel nad oma otsuseid teevad.
- 2) Reitinguagentuurid peavad oma otsuste eest vastutust kandma. See tähendab seda, et juhul kui reitinguagentuuri mitteadekvaatse otsuse tegemisel võib tuvastada rasket lohakust või koguni tahtlikkust, siis tuleb agentuuril kanda vähemalt osalist või mikroökonomiliste⁹ reitingute puhul isegi täit vastutust.

Majanduskasv on tunnistanud tähtsaks konsolideerimisfaktoriks. Siiski ei saa üksnes majanduskasvu abil võlaprobleeme lahendada, sest selleks vajalikke stimuleerivad riiklike väljaminekuid tuleb ju ka mingil moel finantseerida. Kriisiriikide osaliselt määratute võlakooratega silmitsi seistes tuleb aru saada, et säästumeetmed on vältimatud. Siit tekivad aga erilised probleemid, kuna riigi- ja kohalike eelarvete lõviosa moodustavad väljaminekud sotsiaalsfääri rahastamiseks. Järelkult on kärped selles sfääris paratamatud, nii raske kui nende põhjendamine ümberjaotamispoliitilise iseloomu tõttu sotsiaaleetilises plaanis ka on. Siinkohal ei saa märkimata jätta, et tegemist ei ole sotsiaalsfääri lammutamisega, vaid riiklike väljaminekute kärpimisega, kuna liialdatud ümberjaotamispoliitilised sihid ja soovid on viinud tasakaalustamata tulemusteni. Nimetada võiks siin eelkõige sotsiaaltoetusi suurte sissetuleku saajatele: näiteks võiks täielikult lõpetada lastetoetuse maksmise perekondadele, kelle kogusissetulek ületab teatud piiri, kusjuures piirid peaks määratlema paindlikena. Probleemaatiline seevastu on aga üldine, korralikult läbimõtlemata pensioniea tõstmine, kui näiteks võrrelda vabriku- või teetöölise ja kõrgkooli professori vanusest tingitud töövoimet. Vähem mõtlemapanev tundub seevastu pensioni edasise tõstmise sidumine elanikkonna keskmise eluea muutustega. Säästupotentsiaali leidub veel subventsioonide puhul, nagu näiteks agraartoetused, kõrgema astme riigiteenistuse palgamaksete ja parlamendiliikmete kuluhüvituste puhul, säästa saaks ka kulutustelt relvastusele ja ülepaisutatud bürokraatiale¹⁰.

⁸ Seejuures ei tuleks mitte ainult üksikute riikide makroökonomilisi andmeid kriitiliselt arvestada, vaid ka poliitilisi ja sotsiaalökonomilisi indikaatoreid.

⁹ Hüvide konfliktide vältimiseks tuleks ettevõtteid sundida nende poolt valitud ja ka nende poolt tasustatud reitinguagentuure reeglipäraselt, näiteks iga kolme või viie aasta tagant vahetama.

¹⁰ Vrdl muuhulgas – samuti silmas pidades riiklike sissetulekute võimalikku suurendamist: Schuldenkrise in der Europäischen Union – Gedanken zur gegenwärtigen Problematik, Estnische Gespräche über Wirtschaftspolitik, 2012, köide I, lk. 9-20.

Kõikehõlmavast säästupoliitikast üksinda, mida kriisiriikide suhtes tuleb nende võlakooramat silmas pidades rakendada, ei piisa siiski võlaprobleemidest pääsemiseks. Lähimõtle mata kasinuspoliitika teravdab pigem probleeme veelgi, kuna see võib mõjuda majanduskasvu pidurdavalt ja tööpuudust suurendavalt. Seepärast on hästi tasakaalustatud kombinatsioon säästu- ja kasvupoliitikast ainuke mõeldav tee praegusest võlakriisist väljatulemiseks. Selleks peab alustama põhjanevate struktuurireformidega¹¹, mis on sobilikud majanduskasvu tugevdamiseks. Mõelda tuleks seejuures järgnevale:

- Industrialiseerimine: kuni kriisi puhkemiseni näis, et hästi väljakujunenud teenindussektori ja tugeva finantssektoriga¹² riikidel on võimas kasvupotentsiaal. Viimaste aastate kogemused on aga näidanud, et määrav pole niivõrd teenindussfäär, vaid industrialiseerimisaste, kuna immateriaalsed kaubad mängivad maailmakaubanduses kõigest teisejärgulist rolli. Seevastu mõjuvad kaubatootmist tugevdavad meetmed üldiselt eksporti edendavalt ja seega ka kasulikult majanduskasvu. Järelikult on ülimalt tähtis suurendada tööstusliku väärtusloome, ja seega ka kaupu tootvate majandusharude osakaalu sisemajanduse koguproduktis.
- Investeeringud infrastruktuuri produktiivsuse tõstmiseks.
- Meetmed konkurentsi tugevdamiseks turule sisenemise barjääride kõrvaldamise teel.
- Tööturureformid, mis eeldavad kivistunud struktuuride lõhkumist. Töötajaid kaitsvad tööõiguslikud aktid tuleb kohandada vastavalt muutustele majanduses ja ühiskonnas. Seejuures on tähtsad kaks aspekti: ühelt poolt tuleb keskmise suurusega ettevõtteid ja tööstust vabastada tööõiguslikest ahelatest – sedavõrd kui see on sotsiaalselt õigustatav ja läbiviidav – võimaldamaks neile vajalikku kohanemisruumi rahvusvahelise konkurentsi pidevalt muutuvate raamtingimustega. Teiselt poolt peab mõtlema sellele, et paralleelselt kauaaegsete töötajatega, kelle töökohad on tööõiguslikult hästi kaitstud, otsivad väheste töökogemustega noored meeleheitlikult kas väljaõppe- või töökohti. Need noored inimesed on praegu äärmiselt murettekitaval määral langenud finants- ja majanduskriisi ohvriks. Kui jälgida niimoodi jagunenud tööturge, on selge, et ühiskondlikult aktsepteeritavate kompromisside leidmine on hädavajalik.
- Noorte tööpuuduse vastu tuleb võidelda eelkõige piiritülese nõustamise ning väljaõppe- ja töökohtade vahendamise abil, pakkudes ka üleeuroopalisi keele- ja ametiõppeprogramme, samuti ka haridus- ja kutsetunnistuste tunnustamist, mis aitaks kõrvaldada barjääre õppimise või tööga alustamise teel. Sest kindel ju on: kaasaja nõuetele vastava hariduse ja väljaõppega noored moodustavadki majanduskasvu potentsiaali ka tulevikus.
- Sotsiaalsüsteemide ümberkorraldamine vastavalt globaliseerumise ja demograafilise arengu väljakutsetele.
- Maksusüsteemide lihtsustamine; järeleandmatu võitlus maksupettuse vastu heidutavaid abinõusid kasutades; kahepoolsete maksukokkulepete poolik ja

¹¹ milleks siiski läheb aega tarvis – umbes viis aastat.

¹² nagu näiteks Suurbritannia.

kokkulapidud süsteem tuleb asendada ühtse üleeuroopalise lepinguga, et vähemalt Euroopas saaks nn maksuoaasid likvideeritud.

- Põhiseadustesse tuleb sisse võtta võlapidurite mõiste, eesmärgiga keskmises perspektiivis jõuda tasakaalustatud 'struktuuralseste riigieelarveteni'¹³. Juhuks, kui kas ajutiselt või korduvalt rikutakse vastavaid reegleid, tuleb niisugused kohustused kombineerida (ettenähtud) sanktsioonidega. See kõik on vajalik ühte põhitõde silmas pidades: finantsstabiilsus on jätkusuutliku majanduskasvu tähtis eeldus.
- Efekttiivsete haldusstruktuuride loomine; keskmise suurusega ettevõtete ja tööstuse vabastamine bürookraatlikest ahelatest.
- Taastuvenergiate ja uute tehnoloogiate arendamine keskkonnasõbraliku energiatootmise eesmärgil, nagu näiteks tuumaühinemine¹⁴.
- Investeeringud piiriülelisesse efektiivsetesse liiklus- ja energiavõrkudesse.
- Investeeringud haridusse, kusjuures kutseomandamise kvalifikatsiooninõuded peavad olema selgelt defineeritud. Jätkusuutliku majanduskasvu vundamendiks ning progressi orienteeritud teadusuuringud ja innovaatiline arendustöö.

Kogu majanduse funktsioneerimise huvides on aegade jooksul pangasektori ülesandeks olnud klientide laenutehingutes teenindajana tegutsemine. Niisiis, üheltpoolt peavad pangad ajutiselt mittevajaminevaid likviidseid vahendeid kokku koguma, et neid siis teisalt edasi suunama majandussubjektidele, kes vajavad vahendeid investeeringuteks või suuremateks eraostudeks. Selle kõrval eksisteerib veel nõndanimetatud investeerimispanangandus. See on tänapäeval samavõrra tähtis, kogu süsteemile oluline pangandusvaldkond, kui rääkida ettevõtete finantseeringute tootmisest kapitaliturgude (Corporate Finance) kaudu. Niisugused juhud on ühinemised ja ettevõtete ülevõtmised (Mergers & Acquisitions), projektifinantseerimised (Structured Finance), aktsia- ja laenuemissioonid (Capital Markets), klientide kapitalipaigutus (Asset Management) ja kauplemine järelturul (Sales & Trading).

Seevastu on investeerimispankade omatehingutel (Principal Investment) ja eriti varipankade¹⁵ tegevusel laiemas plaanis sageli kogu süsteemi ohustav mõju. Puhtakujulistel omatehingutel pole rahvamajandusele mingisugust kasu, kuna sellega tegelejate huvikeskmes ei seisa mitte reaalmajandus, vaid pangale kuuluv kapitali kasumimäär. Kui nimetatud krediidiastutuste ülispekulatiivsed finantstehingud on neid kokkuvarisemise äärele viinud, siis – nagu kogemused on näidanud – päästetakse nad pankrotist kogu süsteemile nõndanimetatud olulisuse tõttu riigi, st maksumaksja abiga. Normaalsed ettevõtted peavad maksujõuetuse välja kuulutama, kui nad on halvasti või liiga riskialtalt majandanud ja seetõttu enam

¹³ Riigieelarve ilma konjunktuurist tulenevate mõjutusteta.

¹⁴ Mitte tuuma lõhustamine!

¹⁵ Nagu Hedge-fondid, Private-Equity-fondid, *Conduits*, *Structured Investment Vehicles* ja mõned sihtotstarbeliste äriühingute vormid.

maksevõimelised pole. Pangad aga päästab riik.¹⁶ Niisiis on finantsvaldkonnas turumajanduse põhimõtted kehtetuiks kuulutatud.

Ei piisa sellest, kui tulevikus hoiustamis- ja laenu tehingud ning pangavarvõtted investeerimispankandusest lahutada (eraldi pankade v lahuspankade süsteem), nõuda pankadelt laenu tehingute puhul kõrgemat omakapitali kvooti, kohustada panku vastavate sisse maksete abil looma pankade vahelist riskifondi ja neid maksustada finantsturgudel tehtavate transaktsioonide pealt võetava maksuga. Tulevikus peab derivatiivseid finantsinstrumente (lühidalt: derivatiive) rangemalt ja järjekindlamalt kontrollima kui varem. See kehtib eelkõige börsiväliselt kaubeldavate finantsinstrumentide kohta (Over-the-Counter-derivatiivid, OTC), mis nüüdseks on omandanud ehmatamapanevad mõõtmed. Kas erinevat liiki finantstehingud peavad eranditult börsil toimuma, seda tuleb veel hoolikalt kaaluda. Vastutustundetult pakutavad finantstooted, st puhtalt spekulatiivsed derivatiivid, nagu näiteks lühikeseks müügid (Shortselling), tuleb rangelt ära keelata.¹⁷ Niisugused müügid viivad reaalmajandusest välja tähtsat tootlikku kapitali ja nagu elu on näidanud, tekitavad väärtipaberite turul segadust ja suurendavad seega kogu süsteemi hõlmavaid riske.

Võlgu, mida pangad ei suuda tagasi maksta, ei pea enda kanda võtma mitte riik, vaid pankade majanduslikult vastutavad omanikud. See tähendab konkreetset seda, et aktsionärid kannavad oma aktsiad võlausaldajatele üle vahetades neid nõudest loobumise vastu (Debt-Equity-Swaps). Kui üksikjuhtumil on võlad suuremad kui antud panga põhikapital, siis tuleb just võlausaldajatel rahalist vastutust kanda ja mitte maksumaksjatel.

Kollektiivse ja piiritu ahnuse¹⁸, suurejooneliselt kavandatud pettuse ja samuti ka ohjeldamatu spekulatsiooniga vastu reaalsusest irdunud finantsturgudel tuleb täie teravusega võidelda. Vastasel korral kannavad erakapitalistlikud süsteemid endas sama äpardumise idu nagu riigikapitalistlikud mudelid. Globaliseerumise ajastul peavad vastutus ja mõistus viima selleni, et korrprintsipide ka rahvusvaheliselt tunnustataks ja kogu maailma valitsuste poolt ellu rakendataks.

August-september 2012

Manfred O. E. Hennies
Kiel/Warder,
Saksamaa

Matti Raudjärvi
Tallinn/Pirita-Kose ja Pärnu,
Eesti

¹⁶ Selline riiklik kaitse on minevikus olnud nii atraktiivne, et on muuhulgas motiveerinud arvukate ühinemiste ja ülevõtmiste tegemist finantsvaldkonnas.

¹⁷ Siinkohal pole mõeldud derivaate, mis funktsioneerivad tegelikult tehtavate, usaldusväärsete tehingute riskigarantiidena, mis on ette nähtud tähtajaliste tehingute abil näiteks toorainete hindade või vahetuskursside kõikumiste tasandamiseks. Sama kehtib ka derivatiivide kohta, kui neid kasutatakse krediidiriski kaitse kindlustuse otstarbel. (Credit Default Swaps, CDS).

¹⁸ Mida ütles küll Friedrich Nietzsche? "Kus kõliseb raha, seal valitseb hoor."