

TAUSTINFO

ÄRITSÜKLID JA NENDE MÕÕTMINE

Veendumus, et majanduses on algamas tõusufaas, on hoogustanud mõttevahetust selle üle, kas ja kuidas sarnaneb käesolev äriotsus eelmistega. Lahutamatu osa sellest diskussioonist on küsimus, kuidas äriotsust mõõta.

Äriotsust defineeritakse kui protsessi, mille jooksul majandusaktiivsus läbib nii ekspansiooni- ehk tõusukui ka retsessiooni- ehk langusfaasi. Viimane omakorda areneb järgmise tsükli ekspansioonifaasiks¹. Sellised muutused korduvad, kuid need ei ole kindla perioodilisusega ning äriotsustite pikkus varieerub väidetavalt ühest aastast enam kui kümne aastani. Tsükli mõõtmiseks on kaks enamlevinud käsitlust:

1. Majanduslanguse kontseptsioon, mille aluseks on püsihinnas mõõdetud **toodangu taseme** alane mine. Seejuures diskuteeritakse ka selle üle, kas tuleb jälgida ühte näitajat või tervet majandusnäitajate komplekti. Näiteks NBER (National Bureau of Economic Research) defineerib äriotsust kui mitme eri majandusindikaatori (näiteks tööhõive, tööstustoodang, müügi maht) arengu pöördepunktide (tipu ja madalaima seis) kokkulangevust. Rahvusvahelise Valuutafondi (RVF) ekspertide hinnangul piisab äriotsustite määramiseks ka ainult ühest näitajast. Selliseks indikaatoriks peetakse sisemajanduse koguprodukti, mille dünaamika jälgimine aitab vältida üksikute tegevusalade spetsiifilisi tegureid².
2. Ülaltoodud lähenemise alternatiiviks on kontseptsioon, mille järgi äriotsust defineeritakse kui **majanduskasvu** kõikumist pikaajalise trendi ümber. Kasvu kiirenemise/aeglustumise kontseptsiooni peetakse sobivamaks kõrgema kasvumääraga riikidele (sh ka siirdemajandustele), samas kui

taseme tõusulanguse jälgimist loetakse olulisemaks tööstusriikide puhul. Kasvutsükli kontseptsioon aitab paremini seletada majanduskasvu, inflatsiooni ning tööhõive omavahelisi suhteid, kuid sõltub oluliselt trendi määramisest, mis reeglina tekitab vaidlust³.

Ameerika Ühendriikides dateeris NBER majanduse langusfaasi alguse 2001. a aprilliga. See tähistas 10 aastat kestnud tõusufaasi lõppu (NBER, 2002). Äriotsus on defineeritud nelja majandusindikaatori taseme languse kaudu: tööhõive, tööstustoodang, müügi maht ja tulud. Sisemajanduse koguprodukti dünaamikat võetakse küll arvesse, kuid selle nõrgaks küljeks loetakse näitaja kvartaalset sagedust, mis ei võimalda määratleda pöördepunkte kuu täpsusega.

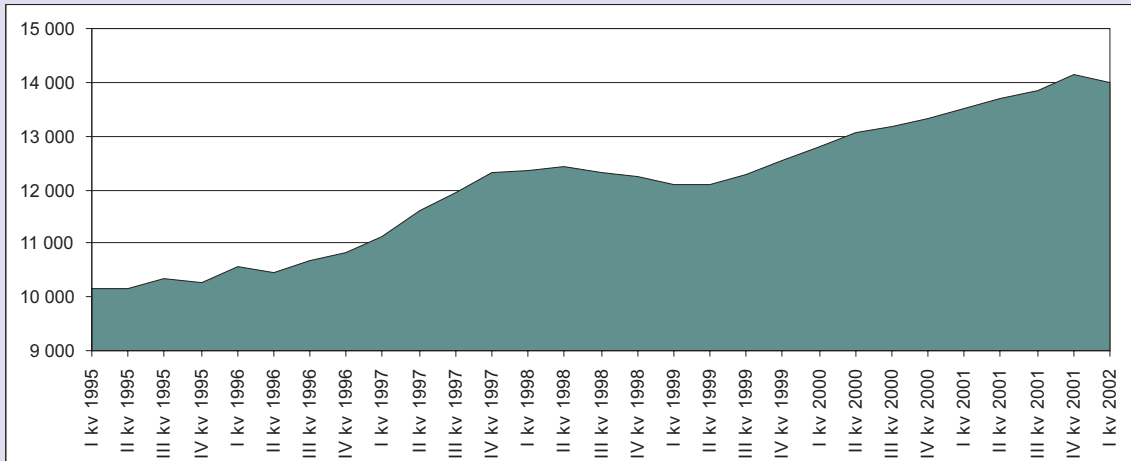
Euroopas ei ole käesoleva tsükli langusfaas nii sügav kui Ameerika Ühendriikides ja me võime seda määratleda ka SKP potentsiaalse kasvutempo järgi, mis Euroopas vastab hinnanguliselt vähemalt 2,5%lisele aastakasvule. Eeldusel, et Euroopas algas surutis 2001. a II kvartalis, st samal ajal, kui Ameerika Ühendriikideski, võtab tagasijõudmine potentsiaalsele tasemele praeguse prognoosi kohaselt 6–7 kvartalit. See oleks kooskõlas ka RVFi ekspertide poolt arvatud (WEO, 2002) Bretton Woodsi järgse perioodi (1973–2000) keskmise retsessiooni pikkusega (1,5 aastat).

Eesti taasiseseisvumisjärgsel ajal on olnud nii siirdelangust (transitional recession), mis kestis kuni 1995. aastani, kui ka klassikalist langusfaasi. Viimase näiteks on Vene kriisile järgnenud periood. Alates 1998. a III kvartalist kuni 1999. a III kvartalini oli püsihinnas arvatud SKP väiksem sellele perioodile eelnenud tasemest (vt joonis 2b). Nimetatud perioodi algus tähistas ka majanduskasvu tempo aeglustumist

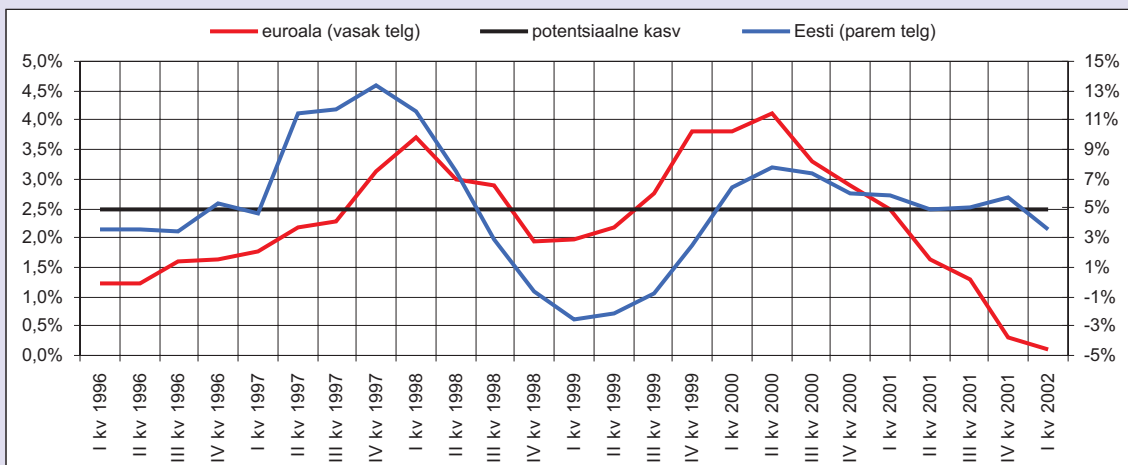
¹ The NBER's Business-Cycle Dating Procedure. <http://www.nber.org/cycles/recessions.html>. May 2002

² IMF. World Economic Outlook. April 2002. <http://imf.org>

³ See hõlmab ka diskussiooni universaalse tarkvara – näiteks Hodrick-Prescott'i filtri – sobivuse üle konkreetse riigi potentsiaalse majanduskasvu määramiseks.



Joonis 2b. Sesoniselt tasandatud SKP 1995. a püsihindades (mln kr)



Joonis 3b. Tegelik ja potentsiaalne SKP aastakasv Eestis ja euroalal

alla potentsiaalseks peetava taseme. Eesti kohta võib teatava konsensuse alusel väita, et 5%line aastakasv vastab tootmise potentsiaalsele tasemele ja sellest aeglasem kasv tähistaks seega surutist (vt joonis 3b).

Käesoleva äri tsükli eripära on, et seda saab defineerida ainult kasvutempo kaudu. Kui nõustuda eespool toodud potentsiaalse kasvutempo hinnanguga, siis

ei olnud ei kogu 2001. aasta ega ka eraldi ühegi kvartali jooksul tegemist tsükli faasi vahetusega. SKP aastakasv langes sellest tasemest allapoole alles 2002. a I kvartalis. Prognoozi kohaselt jääb majanduskasv potentsiaalsest tasemest väiksemaks kogu 2002. aasta jooksul. Tegemist oleks hälbega pikemaajalisest trendist, mis kestuse mõttes on tsükli määratluse piiримail⁴.

⁴ Väidetavalt peab äri tsükli miinimumpikkus olema vähemalt viis kvartalit ja ühe faasi oma kaks kvartalit (WEO, 2002).

VÄLISINVESTEERINGUTE KASUMLIKKUS JA SELLE MÖÖTMINE

Välismaistest otseinvesteeringutest (foreign direct investment; FDI) on viimaseil aastail saanud siirderiikide majanduse välisfinantseerimise üks kaalukamaid allikaid. Tavaliselt ootavad arengumaad, et otseinvesteeringud võimaldavad suurendada nende kapitalikulutusi ning tõsta rakendatavat teaduslikku ja tehnoloogilist taset, parandavad ligipääsu eksporditurgudele ning tagavad suhteliselt stabiilse välisfinantseerimise jätkumise¹.

Eesti majandus ei ole selles mõttes erand ja välismaiste otseinvesteeringute olem on meil praeguseks kasvanud 60%ni sisemajanduse koguprodukti suhtes. Välisinvesteeringute suure osatähtsuse tõttu on ka Eestis aktuaalne küsimus nende kasumlikkusest ja mõjust maksebilansile².

Siirderiikidesse tehtud investeeringute kasumlikkuse empiirilised võrdlusuuringud annavad paraku asjast küllaltki ähmase pildi. Ühelt poolt on kasumlikkust püütud kujutada funktsioonina sellistest riigispetsiifilistest muutujatest nagu aktive struktuur tegevusalati, riigi makrorisk ning avatus jne. Eespoolnimeetatud teguritest võrreldava meetodika alusel koostatud algandmete nappus aga raskendab samas otseinvesteeringute kasumlikkuse ja selle sõltuvuse uurimist. Raskused välisinvesteeringute ja nende kasumlikkuse statistilisel võrdlemisel on seotud peamiselt otseinvesteeringute omandipiiride ebamäärasusega (kas tegu on portfelli- või otseinvesteeringutega), nende koguväärtuse hindamise meetodite rohkusega, reinvesteeritud tulu eristamisega (paljudes riikides ei arvata seda kasumi hulka) ning ühendatud statistika (emafirma-filiaalid) erineva kajastamisega³.

Üldiselt eeldatakse, et siirderiikidesse tehtud investeeringute kasumlikkus on kõrgem. Kui näiteks Majanduskoostöö ja Arengu Organisatsiooni (OECD) riikidesse tehtud investeeringute kasumlikkus hakkas 1980ndate lõpus järjest langema, jõudes 1992. aastal ligi 10%ni, siis siirdemajandusriikidesse tehtud kapitalipaigutuste kasumlikkus püsis üle 17% kuni 1997. aastani (1998. aastal langes see järsult). Ka Ameerika Ühendriikide välisinvesteeringute baasil tehtud 20 siirde- ja 20 tööstusriigi võrdlusanalüüsis järeldatakse, et aastail 1990–97 siirderiikidesse tehtud investeeringute kasumlikkus oli 2–10 protsendipunkti kõrgem kui tulu arenenud riikidesse suunatud kapitalilt (Lehmann, 2002). Siiski ei loeta siirderiikidesse tehtud investeeringute suuremat kasumlikkust mitte väljakujunenud seaduspärasuseks, vaid seda selgitatakse konkreetse perioodi riigispetsiifiliste teguritega, sh maariskiga. Ka on siirdemajandusriikidesse tehtud otseinvesteeringute suuremat kasumlikkust seletatud võimalike hinnasiiretega, võimalusega kasutada tasuta emafirmade oskusteavet ning mitmesuguseid teenuseid jne, samuti tootmisharude struktuuri erinevustega siirde- ja tööstusriikides.

Riigiti on kasumlikkuse erinevused seejuures üsna märkimisväärsed (vt tabel 2b). Mitmekordne erinevus iseloomustas ka näiteks Suurbritannia kapitalimahutusi Brasiiliasse, Indiasse, Mehhikosse ja Malaiiasse. Aastail 1995–98 neist riikidest teenitud keskmine kasum kõikus 12%st kuni 20%ni (Lehmann, 2002). Tabelist 2b ilmneb, et Eestisse tehtud välismaiste otseinvesteeringute kasumlikkus ja reinvesteeringute osatähtsus on olnud küllalt lähedane tsiteeritud uurimuses vaadeldud riikide andmetele.

¹ Vt näiteks *Real Convergence in Candidate Countries – Past Performance and Scenarios in the Pre-Accession Economic Programmes*. European Commission, November 2001.

² Tehniliselt kajastatakse jooksevkontol ka reinvesteeritud kasumit investeerimistulu väljavooluna. Selle kohta vt näiteks Rahapoliitiline ülevaade. Eesti Pank, märts 2001.

³ Alexander Lehmann, *Foreign Direct Investment in Emerging Markets: Income, Repatriations and Financial Vulnerabilities*, IMF Working Papers 02/47, March 2002; <http://www.imf.org>

Tabel 2b. Näited välismaiste otseinvesteeringute kasumlikkusest ja reinvesteeringut tulude osatähtsusest (Lehmann, 2002).

	Kasumlikkus (%)	Reinvesteeringut tulude osatähtsus (%)
I. USA investeeringud siirderiikidesse: ¹		
keskmiselt	9,8	~ 77 ²
sh Mehhiko	7,0	67,2
Indoneesia	5,6	39,5
Malaisia	13,0	37,4
Korea	3,6	74,5
Tai	...	30,1
II. Välisinvesteeringud Eestis ³	7,4	61,8

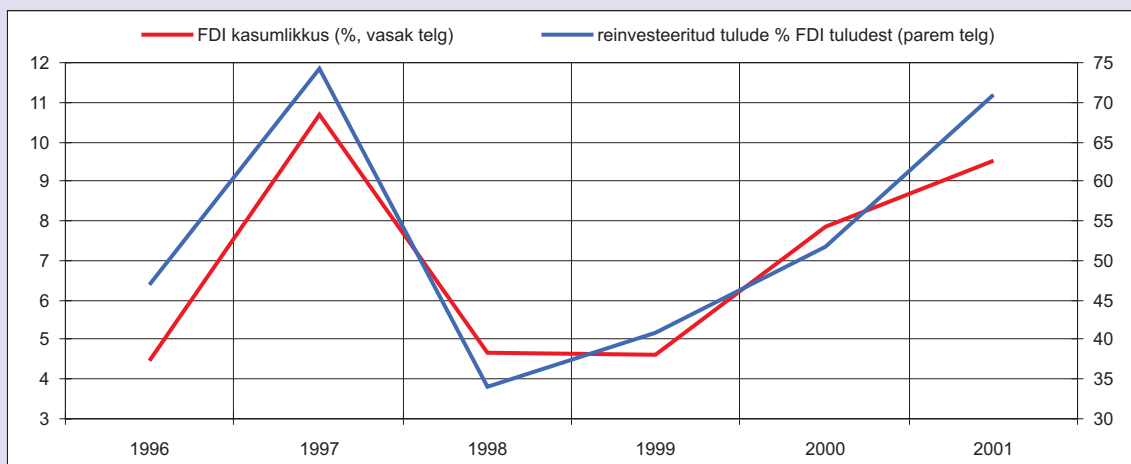
¹ 1995-1998.

² 23 riiki, 1982-2000.

³ 1999-2001.

Tehtud uuringud viitavad ka sellele, et siirderiikidele on iseloomulik kasumlikkuse oluliselt suurem kõikumine – normaliseeritud keskmine standardhälve ületas ligi kolm korda tööstusriikidesse tehtud otseinvesteeringute oma. Väga avatud väikeriigile omaselt oli ka Eestis majanduskasv aastail 1996–2001 rikaste

tööstusriikidega võrreldes suhteliselt heitlik. Välisinvesteeringute suure osakaalu tõttu kajastus see otseselt ka nende kasumlikkuses (vt joonis 4b). Et tehniliselt kirjendatakse see kasum investeerimistulu väljavooluna, peegeldub selline heitlikkus ka jooksevkonto puudujäägi suuruses.



Joonis 4b. Eestisse tehtud välismaiste otseinvesteeringute kasumlikkus ja reinvesteeringut tulude osatähtsus