

Eesti Pank  
Bank of Estonia

# KROON ja MAJANDUS

**3/4** 2008

## **TELLIMINE JA KAASTÖÖD**

Ajakirja tellimisinfo telefonil 6680 998, faksil 6680 954 või e-postiga aadressil trykis@epbe.ee.

Ajakirja saab lugeda ka Eesti Panga veebilehel <http://www.eestipank.info> ning raamatukogudes.

Kirjutiste autorite hinnangud ei kajasta tingimata Eesti Panga ametlikku seisukohta.

Kaastööpakkumised telefonil 6680 792 või e-postiga aadressil kadri.podra@epbe.ee.

Käsikirju ei tagastata.

ISSN 1406-801X

## **KROON ja MAJANDUS**

Eesti Panga kvartalikirj

Kaane kujundus ja makett: Vincent OÜ

Küljendus: Urmas Raidma

Trükitud: Aktaprint AS

# SISUKORD

Eessõna .....	5
Eesti Panga nõukogu arengulugu taasiseseisvusperioodil .....	6
Kronoloogia.....	24
Eesti rahasüsteemi põhialused ja areng taasiseseisvuse ajal .....	24
Rahapoliitilise raamistiku areng taasiseseisvuse ajal .....	27
Panganduse õigusraamistik ja regulatsioon .....	39
Hinnastabiilsus ja majanduskasv .....	48
Sissejuhatus .....	48
Inflatsiooni negatiivne mõju majandusaktiivsusele.....	51
Empiirilised uurimused.....	55
Tähelepanekuid seoses rahaasutuste funktsioonide määratlemisega .....	59
Kokkuvõte .....	62
LISA	
Eesti majanduse kvartaalsed põhinäitajad (seisuga 30. aprill 2009).....	66

## **KÄESOLEVA NUMBRI AUTORID**

### **MART SÕRG**

Tartu Ülikooli majandusteaduskonna rahanduse õppetooli emeriitprofessor

Eesti Panga nõukogu liige aastatel 1990–1997 ning nõukogu esimees aastatel 1998–2008

[mart.sorg@ut.ee](mailto:mart.sorg@ut.ee)

## **EESSÕNA**

Ajakirja Kroon ja Majandus käesolev number alustab Eesti Panga lähiajaloole pühendatud kirjutiste seeriat. Esimesena avaldame Mart Sõrgi Eesti Panga nõukogu arenguloo Eesti Vabariigi taasiseseisvusperioodil. See annab ülevaate nõukogu viie koosseisu tegevusest alates aastast 1990 kuni aastani 2009, kui ametisse astus praegune, kuues koosseis.

Lisaks sisaldab värske number ülevaadet Eesti rahasüsteemi põhialustest ja arengust taasiseseisvuse ajal. Tulles vastu paljude majandushuviliste soovile, avaldame ka üksikasjaliku kronoloogia rahapoliitilise raamistiku arengu ning panganduse õigusraamistiku ja regulatsiooni kohta.

Lõpetuseks käsitleme hinnastabiilsuse ja majanduskasvu seoseid ning vaatleme, miks inflatsioon avaldab majandustegevusele kahjulikku mõju.

# EESTI PANGA NÕUKOGU ARENGULUGU TAASISEISESVUSPERIOODIL

**Mart Sõrg**

Käesolev kirjutis on tagasivaade Eesti Panga nõukogu viie koosseisu tegevusele. Seejuures tuginen nii oma mälule, nõukogu teiste liikmete, eeskätt Uno Mereste ja Raimund Hagelbergi mälestustele kui ka selle perioodi arhiivimaterjalidele. Vabandan juba ette, kui minu subjektiivne käsitus ei kattu täielikult teiste asjaosaliste omadega.

Kirjutise esimeses osas annan ülevaate nõukogu tegevusest selle koosseisude kaupa ja teises osas püüan välja tuua arengutendentsid, mida võib täheldada taasasutatud Eesti Panga nõukogu 18aastase tegevuse analüüsimisel.

## **EESTI PANGA NÕUKOGU VIIS KOOSSEISU**

Eesti Pank taasasutati nõukogude korra ajal 1989. aasta detsembris vastu võetud ENSV pangaseaduse alusel. Selle seaduse kohaselt määras panga presidendi ja nõukogu viieks aastaks ametisse riigi kõrgeim võimuorgan. Taasasutatud Eesti Panga esimene president Rein Otsason nimetati ametisse juba seaduse vastuvõtmise päeval. Esimese nõukogu kinnitas ülemnõukogu presiidium 22. jaanuaril 1990 viieliikmelisena. Nõukogusse kuulusid ametikoha järgi nii panga president kui ka rahandusminister, kes tollal oli Endel Mändmaa.

Kolm ülejäänud liiget olid ametiühingute nõukogu (AÜN) esimees Siim Kallas, ENSV Ülemnõukogu Presiidiumi esimehe nõunik Raimund Hagelberg ja NSVLi Välismajanduspanka EV Panga juhataja Valentin Porfirjev. Viimane oli olnud pangaseaduse projekti peamine väljatöötaja. Tema kuulus nõukogusse vaid kuni 26. märtsini, sest ta hakkas asutama kommertsbanka (Balti Ühispank) ega saanud enam seaduse järgi nõukogus jätkata. Tema asemele kutsuti mind. Selle aja bürokraatiavähesust iseloomustab kas või seegi, et olin just stažeerimas Soome Pangas, kui mulle helistas Eesti Pangast Heldur Meerits (tollane keskpangapoliitika osakonna juhataja), kes küsis minu nõusolekut kandideerimiseks. Ja minu sõnast piisas.

Selle nõukogu koostamine järgis mõningal määral nõukogulikku tava: lisaks asjatundjatele pidid nõukogudes olema ka täitevvõimu, ametiühingu ja partei esindajad. Kuivõrd kommunistliku partei reiting oli hästi madal, siis nende esindajat õnneks koosseisu ei määratud.

## **ESIMENE KOOSSEIS - ÜLESEHITUSNÕUKOGU**

Nõukogu esimene koosseis pidas esimese istungi 6. veebruaril 1990. Nõukogu sai töötada vaid kümme kuud. Ühel nõukogu istungil, kus oli kohal kolm liiget ja otsustamisel jagunesid hääled 2 : 1, tekkis vaidlus, kas kahest häälest on küllalt keskpanga strateegiliste otsuste vastuvõtmiseks. Nõukogu liikmete arv polnud 1989. aastal vastu võetud ENSV pangaseaduses määratud, seetõttu ei olnud keeruline korraldada nõukogu koosseisu laiendamise otsuse vastuvõtmine ülemnõukogus.

Esimest koosseisu võib julgelt nimetada **ülesehitusnõukoguks**, sest pank alustas sisuliselt nullist riigikogu hoone kolmes toas. Esimeseks suuremaks ülesandeks saigi Eesti Panga põhikirja väljatöötamine. Ülemnõukogu kinnitas selle juba 15. märtsil 1990. Lisaks põhikirjale võeti vastu pangaseaduse täiustamise ning pankade asutamist ja tegevust korraldavad otsused. Nõukogul oli ka ülesandeid, mida tänapäeval täidab keskpanga juhatus, seetõttu käsitleti nõukogu istungitel muu hulgas Eesti Panga ülesehitust ja korraldust. Mäletan, et minu kureerida oli personaliosakond ja mul oli osakonnajuhataja Peeter Grassiga vaidlusi personalipoliitika küsimustes.

Sel ajal polnud päris selge Eesti Panga ülesannete ring. Nõukogu otsusega anti riigi- ja eraettevõtetele krediiti, mille tähtaegu tuli sügava majanduskriisi tõttu hiljem pikendada. Osa lootusetuid võlgu kanti isegi maha. Tollase Eesti Panga presidendi arvates oleks tulnud keskpangaga ühendada mõni suurem kommertsbank, et rahanduslikult olla tugevam ja sõltumatum. Sellele aga oli nõukogu otsustavalt vastu. Kuid NSVLi Välismajanduspanka Tallinna osakond siiski reformiti EP Välisoperatsioonide Valitsuseks. Hiljem, pärast rahareformi, moodustati selle alusel Põhja-Eesti Aktsiapank.

Esimese koosseisu töö oli intensiivne. Kümnekaise tegevusaja jooksul peeti 18 istungit, kus käsitleti 66 päevakorrapunkti. Sellesse perioodi langeb ka nõukogu esimehe ja presidendi ametite lahutamine, mis toimus pangaseaduse muutmise otsusega 28. juunil 1990. Minu arusaamist mööda andsid selle otsuse tegemisele tõe peaministri ja Eesti Panga presidendi süvenevad vastuolud. Üks tüliõun oli rahareformi ettevalmistus: samaaegselt töötas kaks komisjoni – üks Eesti Pangas, teine peaministri juures. Keskpanga presidendi ja nõukogu esimehe ametite lahkuviimise järel toimusid nõukogu istungid selle ühe liikme juhtimisel. Kasutati rotatsiooni printsiipi. Nõukogu sekretär oli ligar Braun, kelle roll oluliselt kasvas nõukogu esimehe puudumise tõttu, sest kellelgi tuli otsustada erakorraliste päevakorrapunktide arutuselevõtmine või ka istungi aja ja otsuseprojektide ettevalmistamise küsimused.

## **TEINE KOOSSEIS – RAHAREFORMI NÕUKOGU**

Teine nõukogu koosseis kinnitati ametisse 15. novembril 1990. Selles säilitasid koha nõukogu senised liikmed. Uue rahandusministrina oli nõukogus Rein Miller ja valitsusvahetuse järel 21. oktoobrist 1992 Madis Üürrike. Alles 13. maist 1991 nimetas ülemnõukogu panga nõukogu ettepanekul selle esimeheks Ants Veetõusme. Lisaks viimatinimetatule olid nõukogu uued liikmed veel Rootsi pangandusspetsialist Rudolf Jalakas, majandusinstituudi teadur Ivi Proos ja ülemnõukogu liige Ülo Uluots.

Nõukogu tööperiood jäi siiski lühemaks kui viis aastat, see töötas vaid 31 kuud. Sellesse perioodi langevad Eesti iseseisvuse taastamine ja olulised muudatused Eesti Panga töö-

tajate hulgas. Nõukogu ettepanekul vabastati Rein Otsason presidendi kohustest septembris 1991. Ametlik põhjus oli pensionile jäämine. Nõukogu liikme Siim Kallase valis ülemnõukogu 23. septembril 1991 Eesti Panga presidendiks ja asendusliikmena tuli nõukokku Uno Mereste. Põhiseaduse rakenduseseaduse alusel nimetati 16. detsembril 1992 Uno Mereste Eesti Panga nõukogu uueks esimeheks. Seega vahetus selle nõukogu ajal nii president kui ka nõukogu esimees.

See nõukogu jätkas Eesti Panga ülesehitamist. 1991. aasta jaanuaris kinnitati nõukogu töökorralduse alused ning nõukogu liikmete tasustamise ja kulude hüvitamise kord. 1992. aastast hakati koostama ja järgima tööplaan. 29. novembril 1991 võttis nõukogu vastu nii Eesti Panga, panga presidendi kui ka nõukogu järgmise aasta tööplaanid. 1992. aasta jaanuaris otsustati asutada pangainspeksioon ja veebruaris kinnitati selle põhikiri. 1992. aasta juunis arutati koosolekul juba Eesti Panga juhatuse vajalikkuse üle, kuid alles järgmise nõukogu ajal jõuti selle moodustamiseni (vastav otsus võeti vastu 21. detsembril 1993).

Nõukogu teise koosseisu peatähelepanu keskendus siiski rahareformi ettevalmistamisele, elluviimisele ja pangandusmaastiku korrastamisele rahareformi järel. Rahareformi ettevalmistus hõlmas seaduseelnõude väljatöötamist, rahareformikomitee<sup>1</sup> otsuste projektide koostamist, raha trükkimise korraldamist, ringlusesse lastavale rahale kattevara hankimist jne. Nende töödega suudeti enam vähem õigel ajal toime tulla, kuigi probleeme oli. Näiteks kavatseti muretseda rahavahetuse hetkeks krooni kattevara 120 miljoni USA dollari väärtuses, aga kokku saadi vähem. Probleeme oli ka rahatähtede trükkimisega tähtpäevaks. USA Banknote Company trükitud ühe- ja kahekroonised olid ka madalama kvaliteediga kui Suurbritannias trükitud suurema nimiväärtusega kupüürid. USA pool põhjendas lepingu täitmise viivitamist sellega, et me polnud õigel ajal teinud avansilisi makseid. Need aga tuli

---

<sup>1</sup> 1990. aasta suvel andis ülemnõukogu valitsusele koos Eesti Pangaga ülesande esitada 15. novembriks parlamendile rahareformi konkreetne kontseptsioon ja tegevuskava. Eesti Pank moodustas reformikontseptsiooni väljatöötamiseks 19. juulil kaheksa töörühma. Valitsuse liikmeid neis ei olnud. Septembris moodustas valitsus oma komisjoni rahareformi korraldamiseks. Rahareformi täpsete põhimõtete ja tegevuskava väljapakkumiseks oli tollal veel vara – küll aga suudeti määratleda hulk probleeme, mis oli vaja lahendada. Nii valitsus kui ka Eesti Pank leidsid, et parlament ja valitsus pole rahareformi üksikasjaliku plaani ettevalmistamiseks kõige sobivamad institutsioonid. Seetõttu lisati valitsuse kontseptsioonile ettepanek moodustada väga ulatuslike volitustega rahareformi komitee, millele soovitati anda õigus otsustada sisuliselt kõiki küsimusi, mis kuidagi on reformiga seotud. Eeldati, et väike asjatundjate meeskond suudaks tähtsaid küsimusi otsustada kiiremini ja tõhusamalt. Komitee koosseisu soovitati määrata peaminister, Eesti Panga president ja kolmandana „neutraalne vahekohtunik”. Sarnane ettepanek oli ka Eesti Panga kontseptsioonis. 23. jaanuaril 1991 jõudsid rahareformi kontseptsioonid ja seaduseelnõud ülemnõukogu eelarve-majanduskomisjon. Komisjon soovitas rahareformi alusena kasutada mõlemat kontseptsiooni ning pidas otstarbekaks moodustada rahareformi komitee. 27. märtsil 1991 otsustas Eesti Vabariigi Ülemnõukogu (parlament) moodustada rahareformi komitee koosseisus peaminister Edgar Savisaar (hiljem Tiit Vähi, Mart Laar), Eesti Panga president Rein Otsason ja sõltumatu teadlasest liige, kes esialgu oli Siim Kallas, hiljem Rudolf Jalakas ja Ardo Hansson. Komiteele anti kõik volitused rahareformi korraldamiseks Eesti Vabariigis. Komitee volitused kehtisid 1995. aasta 29. juunini ja tal oli kohustus anda oma tegevusest aru parlamendile.



maksta dollarites, mida valitsus pangale õigel ajal ei eraldanud. (sic!)<sup>2</sup>

Rahareform oli oluline pööre ka panganduses. Rahareformikomitee otsusega tühistati kõikide nende pankade litsentsid, mis ei olnud tegevust alustanud: Eesti Pangale anti õigus litsentse pikendada 1992. aasta lõpuni. Kommertspankade aktsiakapitali alammäära suurendati kuue miljoni kroonini (varem kehtinud nõudega võrreldes oli tegemist 12kordse tõusuga)<sup>3</sup>. Lisaks tegevuslubade ümbervormistamisele ja aktsiakapitalinõude tõusust tulenevatele probleemidele tekkisid likviidsusraskused ka neil pankadel, mis olid lühiajaliste vahendite arvelt andnud pikaajalisi laene või võtsid suuna valuutaspekulatsioonile. Põhja-Eesti Aktsiapanga ja Balti Ühispanga raskusi süvendas ka nende valuutakontode külmutamine pankrotistunud Vene Föderatsiooni Välismajandus pangas.

1992. aasta kevadel arutas nõukogu panganduse olukorda ja leidis, et mitu panka ei suuda likviidsust säilitada. Siiski loodeti olukorra paranemist ja otsustati volitada presidenti ning pangainspektsiooni otsima lahendusi, mis väldiksid pankade sulgemist. Ent probleemid süvenesid ja 17. novembril 1992 otsustati välja kuulutada tegevuse moratorium Tartu Kommertspangale, Balti Ühispangale ja Põhja-Eesti Aktsiapangale. Neist esimene pankrotistus, teised aga ühendati ja saneeriti Põhja-Eesti Pangaks. See nõukogu registreeris oma tegevusaja jooksul 37 panga asutamise, kuid võttis litsentsi 28 pangalt, nendest kuuel tegevuse mitteamustamise, enamikult aga kapitalinõude täitmata jätmise tõttu.

Algul soodustas taasisutatud Eesti Pank kommertspankade asutamist, et vastukaalulus üleliidulistele pankadele kujundada Moskvast sõltumatu pangasüsteem. Nüüd oli aeg küps tõsta pangandussektori kvaliteeti. Rudolf Jalaka ettepanekul võttis Eesti Panga nõukogu 1993. aasta märtsis vastu otsuse kehtestada kuni aasta lõpuni moratorium uute pankade asutamiseks. See periood kujunes kavandatud oluliselt pikemaks ja järgmine uus litsents anti välja Preatoni Pangale alles septembris 1999.

---

<sup>2</sup> Rahatähtede trükkimise ja kohaletoomise kogumaksumus oli 1,62 miljonit rubla I grupi valuutat, mis kuulus tasumisele 2,5 aasta jooksul kvartalite kaupa võrdsetes summades alates 1990. aasta III kvartalist. Eesti Panga nõukogu 1991. aasta 15. jaanuari protokollis tõdetakse, et „vaatamata sellele, et Eesti Pank palus oma 1. aug. 1990. kirjaga 30. septembriks eraldada talle kahe kvartali tasumiseks vajalik summa valuutat, raha Eesti Pangale vajalikuks ajaks üle ei kantud ning olukord Eesti raha trükkimisel muutus kriitiliseks. Meile ei ole teatatud, millistel põhjustel ja kelle korraldusel Eesti Vabariigi Ülemnõukogu Presiidiumi otsuse täitmine faktiliselt peatati.“ Edasisest selgub, et raha laekus keskpanga arvelduskontole 20. oktoobril. (Toim.)

<sup>3</sup> Nõukogude ajal vastu võetud otsuses kommerts- ja kooperatiivpankade asutamise kohta oli kirjas, et aktsiakapital peab kommertspangas olema vähemalt 5 miljonit rubla ja kooperatiivpangas 1,5 miljonit rubla. Eesti Panga nõukogu kehtestas 1990. aasta 19. veebruari otsusega kommertspankade põhikirjafondi alammääraks 5 miljonit rubla. Sisuliselt säilitati nõukogudeaegne normatiiv. Kuivõrd vahepealne hüperinflatsioon oli 5 miljonit rubla muutnud naeruväärselt väikeseks summaks ühe panga jaoks, oli kapitali alammäära tõstmine rahareformi komitee poolt 1993. aasta alguses kindlasti õigustatud. (Autori märkus.)

Tähtsamaid selle perioodi seadusandlikke algatusi oli **Eesti Panga ja krediidasutuste seaduste projektide väljatöötamine**. Krediidasutuste seaduse projekti hakati koos Eesti Panga seaduse projektiga nõukogus arutama veebruaris 1993, kuid töögrupp, kes projekti koostas, alustas loomulikult varem. Krediidasutuse seadust arutati nõukogus korduvalt, see läbis seitse lugemist ja alles novembris 1993 leidis nõukogu kolmas koosseis, et see on küps riigikokku saatmiseks. Kiiremini läks Eesti Panga seadusega, see läbis kaks lugemist ja 18. mail 1993 otsustati see seadusandjale edastada. Nõukogul puudus (ja puudub siiani) seadusandliku algatuse õigus, seetõttu esitas projekti riigikogule selle liige Uno Mereste.

Siis probleemid alles algasid, nagu Uno Mereste oma mälestusteraamatus „Riigikogu ja Eesti Panga aastad” värvikalt kirjeldab. Eriti suurt vastuseisu leidis justiitsministeeriumis projekti § 3, kus oli kirjas, et „Eesti Pank tegutseb muudest riigiasutustest sõltumatult. Ta annab oma tegevusest aru riigikogule, ei allu Vabariigi Valitsusele ega ühelegi teisele täidesaatvale riigivõimuasutusele”. See tänapäeval rahvusvaheliselt üldaktsepteeritud käsitlus keskpan-  
gast kui valitsusest sõltumatust riigiinstitutsioonist sisaldub ühe nõudena liikmesriikidele ka Euroopa Liidu aluslepingus. Juristid leidsid tollal, et Eesti Pank teostab täitevvõimu ja peab alluma valitsusele. Vaidlusse kaasati õiguskantsler, kes leidis, et selline punkt pole põhisea-  
dusega vastuolus. Juristide ähvardus viia asi riigikohtusse siiski ei realiseerunud ja seadus võeti riigikogus suure häälteenamusega vastu.

Kiiremini kui krediidasutuste seadusega saadi hakkama pangamaastiku mitmekesistami-  
seks mõeldud „Hoiu- ja laenuühistute asutamise, tegutsemise ja likvideerimise korra” keh-  
testamisega (16. veebruaril 1993), mille alusel asutati peatselt Loo ja Leie hoiu- ja laenu-  
ühistud. Praeguseks on selliseid ühistuid juba 12, mis näitab selle otsuse vajalikkust, et täita  
kommertspankadest jäävaid tühimikke turul, eeskätt väljaspool suurlinnasid.

Kuigi nõukogu teine koosseis sai töötada vaid poole ette nähtud viiest aastast, oli töö inten-  
siivne. Selle aja jooksul peeti 48 istungit, kus arutati 371 päevakorrapunkti. Selle nõukogu  
ajal oli teiste koosseisudega võrreldes ühe istungi päevakorras keskmiselt kõige rohkem aru-  
tatavaid küsimusi (7,7). See nõukogu näitas end ka valitsusest sõltumatu organina, kes pidas  
ennast põhiseaduse alusel mitte ainult õigustatuks, vaid ka kohustatuks valitsusele raha- ja  
eelarvepoliitilistes küsimustes nõu andma. Kolm päeva enne riigikogu valimisi septembris  
1992 võttis Tiit Vähi üleminekuvalitsus vastu minimaalpalga tõstmise määruse, eelarves aga  
polnud selleks vajalikke summasid. Järgmisel päeval (19. september) vastu võetud pöördu-  
mises rahva, valitsuse ja ametiühingute poole selgitas nõukogu, et enne seesugust otsust  
oleks tulnud leida vajalike summade allikas. Võib-olla on praeguse majanduskriisi oludes  
jälle vaja mõnesugust samalaadset tähelepanujuhtimist – eriti kui seatakse ohtu Maastrichti  
kriteeriumide täitmine.

## KOLMAS KOOSSEIS – RAHVUSVAHELISTUMISE NÕUKOGU

Eesti Panga seaduse vastuvõtmise järel leidis riigikogu, et selle järgi tuleb moodustada uus nõukogu, kuigi eelmise koosseisu viieaastane periood ei olnud lõppenud. Põhjuseks toodi asjaolu, et oli muutunud nõukogu moodustamise kord. Nüüd esitas nõukogu esimees liikmete kandidaadid riigikogule kinnitamiseks. Vestlustest Uno Merestega on meelde jäänud, et riigikogu liikmed olid väga huvitatud nendele kohtadele kandideerimisest. Siiski suutis nõukogu esimees Mereste sinna kaasata ka teadlasi ja riigikogust nõukogusse kandideerijadki olid enamasti rahanduskogemusega.

Kuigi nõukogu moodustati üheksaliikmelisena ja alustas tööd 16. juunil 1993, on asenduste tõttu selles töötanud isegi 12 liiget (vt tabel 1). Vastavalt nõukogu 1993. aasta 27. juuli otsusele kadus uue koosseisu tööle hakkamisega nõukogu sekretäri ametikoht ja tema seni sed ülesanded delegeriti panga asjaomastele osakondadele. Seda ametikohta pole siiani taastatud. Selle asemel loodi nõukogu esimehe assistendi ametikoht. Sellele kohale asus 13. septembril 1993 Ülle Rohtla, kes töötab edukalt tänaseni.

**Tabel 1. Eesti Panga nõukogu kolmas koosseis**

Nimi	Amet	Ajavahemik	Lahkumise/tuleku põhjus
Ants Erm	riigikogu liige	16.06.93–16.10.98	
Madis Üürike	rahandusminister	16.06.93–07.01.94	lahkus ministri kohalt
Raimund Hagelberg	akadeemik	16.06.93–16.10.98	
Siim Kallas	EP president	16.06.93–21.03.95	valiti Riigikokku
Kalev Kukk	riigikogu liige	16.06.93–03.11.95 01.12.96–16.10.96	vahepeal töötas ministrina
Ardo Hansson	peaministri nõunik	16.06.93–16.10.98	
Heiki Kranich	riigikogu liige	16.06.93–27.04.94 29.06.94–16.10.98	töötas ministrina 11.01.94–29.06.94
Ilmar Pärtelpoeg	riigikogu liige	16.06.93–16.10.98	
Uno Mereste	riigikogu liige / nõukogu esimees	16.06.93–21.12.97	täitus 5 aastat esimehena
Vahur Kraft	EP president	27.04.95–21.12.97	kinnitati EP presidendiks
Mart Sõrg	professor	08.07.94–16.10.98	tuli rahandusministri asemele, kes arvati nõukogust välja
Heino Siigur	professor	17.01.96–01.12.96	asendusliige

Nõukogu kolmanda koosseisu volituste kehtimise ajal vahetati välja panga president, sest Siim Kallas läks poliitikasse ja siirdus riigikokku tööle. Ajutiselt, ministrina töötamise ajal olid nõukogust eemal Kranich ja Kukk. Eesti Panga seaduse muutmise tõttu arvati nõukogust välja rahandusminister ning tagasi tuli esimeses ja teises koosseisus olnud Sõrg. Uno Mereste kui pangannõukogu esimehe volituste periood lõppes juba detsembris 1997. Uut esimeest ei suudetud piisavalt kiiresti valida ja seetõttu pikendas riigikogu oma otsusega nõukogu volitusi nelja kuu võrra. Seega kujunes tema tegevusajaks 64 kuud. Selle aja jook-

sul peeti 81 istungit 390 päevakorrapunktiga. Need rekordarvud näitavad, et see periood oli pingeline: jätkati õigusaktide täiustamist ja pangandusmaastiku korrastamist.

Eesti Panga seaduse vastuvõtmine ei lõpetanud veel rünnakuid panga sõltumatuse vastu. 1994. aasta novembris esitas riigikogu liige Mihkel Pärnoja eelnõu ühendada Eesti Panga eelarve riigieelarvega. See ettepanek läks hääletusel läbi 21 poolthäälega (vastu oli 15). Uno Mereste nimetab oma mälestusteraamatus seda katseks nullida Eesti Panga toimimisvõime krooni tagamisel. Ettepaneku ebamõistlikkuse kohta võtsid ajakirjanduses kohe sõna Raimund Hagelberg, Mart Sörg, Vambola Raudsepp, riigikogus tegid selgitustööd ka Uno Mereste ja Kalev Kukk. See kandis vilja – uuel hääletusel oli eelarvete ühendamise vastu 43 riigikogu liiget. Pärnoja ettepanekut toetas endiselt 21 saadikut, mis näitas, et see ei olnud juhuslik apsakas, vaid siiski sihipärane tegevus.

Nõukogu kolmas koosseis jätkas krediitiasutuste seaduse lihvimist. Täiustati pangandust käsitlevaid õigusakte: usaldatavusnormatiive, kohustuslike reservide arvestusreegleid jms. Valmistati ette hoiuste tagamise kord, mis jõustus 1. oktoobrist 1998. Pankrotistunud Eesti Maapanga klientidele korvasid hoiused veel valitsus ja Eesti Pank, ERA Panga ja EVEA Panga moratooriumiga oodati seni, et hoiuseid hüvitaks juba hoiuste tagamise fond. Riigikogule tehti (valitsuse kaudu) ettepanek tunnistada kehtetuks välisvaluutaseadus (riigikogu tegi selle kohtase otsuse 1994. aasta märtsis), seati ülesanded rahapesu tõkestamiseks ja pärast 1997. aasta oktoobri langusi Tallinna börsil hakati senisest tõsisemalt rääkima finantsjärelevalve reformist.

Nõukogu kolmanda koosseisu ajal jätkus Eesti Panga struktuuri arendamine. Detsembris 1993 otsustati moodustada juhatuse ja sisekontrolliosakond (nüüdne siseaudit). Kuid selle koosseisu tööperioodi olulisimaks küsimuseks kujunes siiski panganduskriisi ületamine.

Juba eelmise nõukogu vastu võetud põhikapitali ja omakapitali kasvu graafik (vt ka panganduse õigusraamistiku arengu kronoloogia 1994. aasta kohta) sundis pankasid ühinema kapitalinõude täitmiseks. Sellisest sundabielust tekkinud Eesti Maapank ei suutnudki erinevate panganduskultuuride liitumise ja pangajuhtide ebapiisava riskitunnetuse tõttu jalule saada. Võeti ülemääraseid börsiriske, sest 1996. aastal asutatud Tallinna börsi põhinimekirja moodustasid peamiselt pangaaktsiad, mille hind pidevalt tõusis kuni 1997. aasta oktoobrini (vt tabel 2). Kui 1998. aasta sügisel lisandus Venemaa finantskriisi mõju, olidki paljud pangad likviidsusraskustes.

Hansapankurid deklareerisid, et kroonijuveele ei müüda. Eesti Investeerimispanga juhtkond aga ähvardas kollektiivse lahkumisega, kui pank taheti müüa Saksa Maapangale, ent mõni kuu hiljem oldi sunnitud, müts peos, abi otsima. 1998. aasta panganduskriisi ajal andis nõu-

kogu pankadele loa ühineda ja neid väliskapitalile müüa. Väiksemad pangad, nagu EVEA Pank ja ERA Pank, ei leidnud piiritaguseid kosilasi ja pankrotistusid. Sel ajal lõpetas tegevuse 18 panka. Tegutsema jäi ainult kuus panka ja needki olid valdavalt välisomanike kätes. Viimasel asjaolul on kindlasti positiivsed küljed, sest välisrahaga saneeriti Eesti pangasüsteem ja ka praeguse üleilmse finantskriisi ajal loodame sama. Negatiivseks kaasnähtuseks võib pidada asjaolu, et emapankadelt saadud lisavahendite abil oli võimalik mitme aasta jooksul kasvatada laenuportfelli 50–60 protsenti aastas, vaatamata Eesti Panga korduvatele hoiatustele ja kohustusliku reservmäära tõstmisele.

**Tabel 2. Pankade väärtpaberistumine (30.06.1997)**

	Omakapital mln kr	Väärtpaberiportfell mln kr	Väärtpaberiportfell	
			% omakapitalist	% varadest
Tallinna Äripank	44,1	6,6	15,0	8,4
Eesti Krediidipank	79,6	35,2	44,2	13,9
Eesti Maapank	143,3	179,2	125,1	20,1
ERA Pank	63,0	43,1	68,4	7,1
Eesti Ühispank	480,6	448,1	93,2	13,6
EVEA Pank	75,0	20,4	27,2	9,0
Eesti Foreksbank	167,4	353,9	211,4	25,1
Hansapank	817,8	361,2	44,2	15,5
Eesti Hoiupank	423,1	232,1	54,9	16,6
INKO Balti Pank	46,1	6,5	14,1	19,9
Eesti Innovatsioonipank	59,8	61,5	102,8	27,5
Tallinna Pank	189,2	340,2	179,8	21,7
Investeeringispank	169,2	53,0	31,3	18,0
Kokku	2758,7	2147,0	77,8	16,2

Kolmas nõukogu pidi pool aastat töötama esimeheta. Mereste järel pakkus president Lennart Meri Eesti Panga nõukogu esimeheks akadeemik Raimund Hagelbergi, kes oli kindlasti parim kandidaat. Ta oli olnud kõigi eelnevate nõukogude liige ja alates 1992. aasta oktoobrist nõukogu palgaline liige, mis tähendas igapäevast kaheksatunnist tööd Eesti Panga majas. Lisaks olid tal pikaajalised kogemused rahandusainete õppejõuna. Riigikogu tema kandidatuuri ei kinnitanud. Ajakirjanduses aeti see ebaõnnestumine president Meri kaela, sest ettepanek polnud erakondadega piisavalt läbi arutatud. Sellega vist taheti presidenti taltutada. Seejärel kaaluti mitut kandidaati, kellest mõni ei olnud nõus kandideerima ja mõni ei meeldinud erakondadele samuti. Lõpuks tehti pakkumine minule ja täpselt pool aastat pärast Hagelbergi läksin riigikogu hääletusel läbi napi häälteenamusega.

Nõukogu kolmas koosseis oli mitmes asjas rekordiomanik: seal töötas kokku 12 põhi- ja asendusliiget, tegutses 64 kuud ja toimus 81 istungit. Kuid ajalukku jääb see **panganduse rahvusvahelistumise lubamisega**. Esimene nõukogu keeldus Balti Ühispanga registreerimisest

seni, kuni Läti aktsionärid olid asutajate hulgast välja arvatud. Kolmanda nõukogu ajal aga veeres vanke tee teise serva: 1998. aasta lõpuks oli välispankade osa varade alusel 45,5 protsenti pangandusturust. Hansapanga ja Eesti Ühispanga lahkumisega börsilt ning Optiva Panga müügiga Sampo Grupile läheneb väliskrediidiasutuste osa turul tänaseks sajale protsendile.

## **NELJAS KOOSSEIS – PANGANDUSPOLIITIKAST LOOBUMISE NÕUKOGU**

Nõukogu selle koosseisu liikmete nimekirja kiiret kokkupanekut segas riigikogu suvepuhkus. Saatsin küll kevadel fraktsioonidele kirjad, kus selgitasin nõukogu koostamise põhimõtteid ja küsisin ettepanekuid kandidaatide kohta. Esitati kaksteist kandidaati, kuigi planeerisin riigikogu liikmetele vaid neli kohta. Soovisin jätkata Mereste põhimõtet moodustada poliitikute ja professionaalide segameeskond. Üldiselt oldi sellega nõus, kuid nelja kandidaadi valimine kaheteistkümnest tekitas väljajääjates pahameelt. Üks erakonna esimees isegi helistas mulle isiklikult pärast hääletust riigikogus, et oma nõrdimust avaldada. Tuli täpselt arvestada, milline fraktsioon võib poolt, milline vastu hääletada, et nimekiri läbi läheks. Riigikogu liikmetest tulid nõukogusse Ants Järvesaar, Mati Meos, Mihkel Pärnoja ja Kalev Kukk. Sotsiaaldemokraat Pärnoja ministriks oleku perioodil (24.03.1999–05.10.2001) oli asendusliige alates 24. märtsist 1999 isamaaliitlane Kalle Jürgenson. Spetsialistidena olid nõukogus professor Jüri Sepp, Tuleviku-uuringute Instituudi direktor Erik Terk ja endine riigikontrolör Hindrek Meri. Ametikoha järgi kuulus nõukogusse loomulikult ka president Vahur Kraft.

Nõukogu jätkas algul endiste abimeestega. Nõunikuna abistas meid Raimund Hagelberg ja esimehe assistendina Ülle Rohtla. Hagelberg hakkas viitama oma vanusele ja tervisele, mis ei võimaldavat kaua aktiivselt jätkata, seetõttu otsisin nõukogule nõunikku. Ivi Proos tundus selleks ideaalselt sobivat nii panganduskogu liikme kogemusega, haridustasemelt (TÜ rahanduse eriharu, majanduskandidaat) kui ka töökogemuselt (Eesti Majanduse Instituut). Saime kokkuleppele ja Proos asus Eesti Panga nõunikuna poole kohaga tööle 2. augustil 1999. Ta lahkus sellelt kohalt 31. märtsil 2009.

Kuigi panganduskriis oli põhiliselt ületatud, tuli nõukogu neljandal koosseisul tegeleda selle järelmitemega. EVEA Panga ja ERA Panga raskused olid püsivad ja nende moratooriumid tuli lõpetada tegevuslubade äravõtmisega. Eesti Investeerimispanka ja Eesti Forekspanga saneerimisel kujunenud Optiva Pank oli Eesti Panga omanduses ja tuli müüa. See toimus siiski alles 2000. aastal, mil pank müüdi Sampo Grupile.

Panganduskriisi ajendas nõukogu tegelema ka seaduste arendamisega, mis võtaksid arvesse kriisikogemusi ja püüaksid nendeks paremini valmistuda. Valmistati ette krediidiasutuste seaduse uus redaktsioon ning koostati hoiu- ja laenuühistute seaduse projekt. Need võeti vastu riigikogus veebruaris 1999.

Panganduskriisi üks õppetunde oli see, et Eesti Panga ei olnud täielikku ülevaadet pankade riskidest, sest pangainspeksioon töötas Eesti Panga juures ja alluvuses, aga väärtpaberiinspeksioon ja kindlustusinspeksioon olid rahandusministeeriumi haldusalas. Nende ühendamisest loodeti sünergiaid. Seetõttu töötati ühiselt välja finantsinspeksiooni seaduse projekt. Seadus võeti vastu mais 2001 ja finantsinspeksioon alustas tööd 2002. aastal. Seetõttu tehti ka muudatusi Eesti pangaseadusesse, pangajärelevalve ülesanded läksid loomulikult üle finantsinspeksioonile.

Eesti Panga seaduse muudatustes, mis tehti seoses eelseisva ühinemisega Euroopa Liiduga, kõrvaldati nõukogu pädevusest rahapoliitika kujundamine ja krediitiasutuste usaldusnormatiivide kehtestamine. Finantsinspeksiooni asutamisega jäi Eesti Panga nõukogule siiski inspeksiooni nõukogu kahe liikme nimetamise õigus, kusjuures ametikoha järgi kuulub sinna ka panga president. Rahapoliitiliste otsuste tegemise õiguse äravõtmine nõukogult 2003. aastast aga tundub olevat enneaegne, sest tänaseni pole eurole üle mindud. Selle sammu positiivne külg on, et nõukogu ei pea enam aru andma, miks viimastel aastatel ei täideta rahapoliitilist põhieesmärki – hinnastabiilsust.

Neljanda koosseisu volituste perioodi enim kõneainet tekitanud sündmuseks kujunesid **panga presidendi valimised 2000. aastal**. Kallase lahkumise järel valiti panga uus president eelneva debatita ja avaliku hääletusega nõukogus, nüüd sooviti see protsess muuta hästi demokraatlikuks mitme kandidaadi ja salajase hääletamisega. Presidendi valimise korra projekti arutati nõukogu mitmel istungil ja võeti lõpuks vastu.

Nõukogu liikmed esitasid nõukogu eelmisel istungil kandidaadid, kes pidid andma kirjaliku nõusoleku ja esitama oma programmi. Nõukogu istungil, kus president valiti, sai neile täiendavaid küsimusi esitada ja toimus salajane hääletus. Hääletusedelid suleti ülelugemise järel ümbrikku nii, et nende põhjal ei saanud uurida, kes kuidas hääletas. See tagas südametunistuse järgi hääletamise, sest valituks osutunu ei teadnud, kes olid tema vastu.

2000. aasta veebruaris toimunud koosolekul esitasid nõukogu liikmed lisaks ametisolevale presidendile Vahur Kraftile kandidaadiks ka TTÜ statistikaproffessor Vello Venseli. Hääletusel 30. märtsil võitis Vensel hääletega 7 : 2. Võib arvata, et Krafti põrumise üks põhjus oli tema enesekindlus, mistõttu ta ei teinud valimispropagandat, mida vastaskandidaat, kes oli nõukogu liikmetele vähem tuttav, paratamatult pidi tegema. 13. aprillil kinnitas president Meri Venseli ametisse. Ootamatult aga teatas Vensel 25. aprillil oma loobumisest tervislikel põhjustel, mille riigi president samal päeval ka kinnitas. Uno Mereste vaeb oma mälestusteraamatus kuulujutte, mis loobumisega seoses levisid, kuid leiab, viidates Venseli peatsele surmale, et küllap see ikka oligi põhjus. Vensel kutsuti Kraftilt asjaajamise ülevõtmiselt 25. aprillil Kadriorgu ja panka ta oma asju kokku panema ei naasnudki. Võib siiski oletada talle ka surve

avaldamist. Ametlikus versioonis sunnib mind kahtlema ka isiklikult president Meri mulle öeldud repliik, et „Vensel hakkas liiga vara rääkima”. Nüüd on nii Meri kui ka Vensel lahkunud ja saladuse selle asja põhjuste kohta endaga kaasa viinud.

Nõukogule aga oli Venseli tagasiastumine probleem, sest tuli korraldada uus valimine. Tutvustasin uusi kandidaate president Merile ega märganud tema vastuseisu ühelegi neist, kaasa arvatud Mart Opmann. Hääletuspäeva hommikul aga kutsus Meri mind Kadriorgu ja soovitas presidendikandidaadiks üht väliseestlast. Kohtumisel tema soosikuga ütles viimane, et ei tunne pangandust sedavõrd, et julgeks sellele kohale asuda. See oli üks põhjus, aga teine oli meie valimiskord, mille kohaselt tuli kandidaadid esitada nõukogu eelmisel istungil. Pidin tema kandidatuurist loobuma.

Nõukogu istungil tutvustasin küll läbirääkimiste vahepealset arengut, kuid otsustati siiski hääletada ja selle võitiski Mart Opmann. Kui ametlik teade oli Kadriorgu viidud, tuli kiire vastus, et president ei olnud Opmanni kinnitanud, sest „presidendi parima äratundmise järgi Opmann ei sobi”. Kindlasti oli Opmann nii hariduselt (TÜ majandusteaduskond) kui ka kogemustelt (endine rahandusminister) sobiv, kuid nõrk koht oli politseile alkoholinähtudega vahelejäämise juhtum, mida Meri võiski keeldumisel silmas pidada. Meie pöördumine õiguskantsleri poole jättis õiguse presidendile, sest keeldumises oli põhjendus esitatud. Jäi veel võimalus riigikohtust õigust otsida, kuid sellest loobusime ja soovitasime ka Opmannil kandideerimisest loobuda, mida ta tegigi.

Seega olime alguspunktis tagasi. Läbirääkimised Merit rahuldanud mitme kandidaadiga, nagu nõukogu endine liige Ardo Hansson ja riigikogu liige Andres Lipstok, ei lõppenud positiivselt. Eesti Panga ühe osakonnajuhataja kandidatuur ei meeldinud Kadriorule isiku parteilise kuuluvuse tõttu. Seega tuligi kutsuda taas kandideerima Vahur Kraft. Vastaskandidaadiks aga esitati nõukogu liike Kalev Kukk. Kukk aga taandas end nõukogu istungil, kus toimus hääletus, ja hääletati üksnes Krafti poolt. Kraft sai vajalikud viis häält (vastu kolm). Tema uuesti ametisse kinnitamisel ei olnud riigi presidendil probleeme.

Nõukogu neljanda koosseisu ajal lõpetati põhiliselt Eesti Panga ja nõukogu ülesannete reformimine, et need sobiks Euroopa Liidu liikmele ja eurot kasutavale riigile.

Minu jätkamine Eesti Panga nõukogu esimehena uuel viieaastasel perioodil selgus viimasel hetkel, kui mind kutsuti Kadriorgu president Arnold Rüütli juurde ja küsiti nõusolekut. Sellega oli kiire, et asi 2003. aasta kevadistungil lõpul jõuaks riigikokku otsustamisele. Pidin lausa samal ööl kaitsepolitsei (KAPO) jaoks täitma julgeolekukontrolli läbimiseks hulga pabereid ja järgmiseks hommikuks need tagasi Kadriorgu toimetama. Seega oli presidendi meeskond minu läbiminekuks ilmselt juba ära teinud eeltöö riigikogu fraktsioonides. Ja tõesti, 12. juunil



2003 hääletas riigikogu piisava poolthäälte ülekaaluga selle poolt, et mina jätkan Eesti Panga nõukogu esimehena.

## **VIIES KOOSSEIS – JÄRELEVALVENÕUKOGU**

See koosseis sai volitused 17. veebruaril 2004. Töö algas plaanitud hiljem, sest mind valiti esimeheks 12. juunil 2003 ja nõukogu koostamise läbirääkimisi sain alustada alles sügisel. Lisaks pikendas ettevalmistusaega see, et kõik nõukogu liikmed pidid läbima KAPO julgeolekukontrolli. Tekkis kahtlus, kas seda peavad tegema ka riigikogu liikmed, kuid KAPO peadirektori järelepärimine õiguskantslerilt andis tulemuse, et Eesti Pangas puututakse kokku teistsuguste riigisaladustega ja kontroll on vajalik. See põhjustas nõukogu esimesel istungil konflikti riigikogu ühe liikmega, kes arvas teadvat, et „riigikogu liikmete julgeolekukontroll on Sõra erainitsiatiiv ja küll nõukogu Sõra ka paika paneb”. Hiljem muidugi saime hästi läbi ja tänaseks on riigikogu liikmete kontrollist tõepoolest loobutud.

Läbirääkimisi pidasin põhiliselt republikaani Taavi Veskimäega<sup>4</sup>, kuid kohtusin ka teiste fraktsioonide esindajatega. Üldiselt oldi nõus, et riigikogulasi tuleks nõukogusse neli ja nende hulgas oleks ka opositsiooni esindaja(d). Rohkem vaidlust aga põhjustas spetsialistide küsimus. Tahtsin neid ainuisikuliselt valida, kuid koalitsioonis oli seisukoht, et ka nemad otsiksid asjatundjaid. See oli katse varjatult üle minna täielikult poliitilisele nõukogule. Siiski jõudsi läbirääkimiste mitme vooru järel kompromissile 2 : 1 minu kasuks. Uude nõukogusse kuulusid riigikogu liikmed Andres Lipstok, Mart Opmann, Tõnis Palts ja Liina Tõnisson. Spetsialistidena kaasati Tallinna Tehnikaülikooli rahanduse ja panganduse professor Enn Listra, Tartu Ülikooli majanduspoliitika professor Jüri Sepp ja rahvamajanduse dotsent, hilisem professor Raul Eamets. Seoses Andres Lipstoki hilisema valimisega panga presidendiks tuli asendusliikmena nõukogusse samast fraktsioonist Harri Õunapuu. See nõukogu koosnes tõesti tipptegijatest. Nõukogu kümnest liikmest (seitse liiget, esimees, president, asendusliige) neli olid professorid ja ülejäänud viis eksministrid, kes olid seda ametit pidanud korduvalt või olnud ka muudel juhtivatel ametikohtadel.

Nõukogu potentsiaal oli väga suur, pelgalt järelevalve ei oleks seda piisavalt ära kasutanud. Seetõttu lepiti nii president Kraftiga kui hiljem ka Lipstokiga kokku, et kõik rahapoliitilised otsused, strateegilised plaanid ja eelarveprojektid läbivad enne presidendi allkirja saamist arutelu nõukogus, kes saab ülevaate kavandatavast ja võimaluse seda analüüsida ning kommenteerida. See kord on tänaseni hästi toiminud.

Viies nõukogu tegeles üsna palju **eurole ülemineku ettevalmistusküsimustega**. Pank

<sup>4</sup> Tollase koalitsioonilepingu raamistikus oli Veskimäele antud volitused seda laadi küsimustega tegelemiseks.

täiustas selleks rahapoliitika raamistikku ja vaagis tehnilisi ettevalmistusi euro kavandatavaks ringlusse laskmiseks 1. jaanuarist 2007. Finantssektori arengust parema ülevaate saamiseks algasid ühisseminarid finantsinspeksiooni nõukoguga, kus nii Eesti Panga kui ka finantsinspeksiooni esindajad tegid ettekandeid. Seal arutati ka piiriülese panganduse turvavõrgustiku arendamise olukorda, et olla valmis üleilmsete finantskriiside kahjuliku mõju tõrjumiseks Eestis. Nii et Eesti Pank ja finantsinspeksioon valmistusid halvemateks aegadeks juba siis, kui üleilmsest majandus- ja finantskriisist veel ei räägitud.

Nõukogu alustas üsna varakult valmistumist võimalikuks majanduslanguseks. Juhatuse palku muudeti väljakujunenud tava kohaselt iga kahe aasta järel. 2006. aasta kevadel palku korrigeeriti (tõsteti), 2008. aasta kevadel otsustati järjekordse arutelu tulemusena neid mitte tõsta. Samuti otsustati külmutada nii ametisoleva kui ka järgneva koosseisu nõukogu liikmete tasud. Septembris 2008 otsustati uue esimehe algatusel nõukogu liikmete hüvitisi isegi kärpida.

Üsna palju poleemikat tekitas **nõukogule seadusega antud volitus korraldada järelevalvet panga kogu tegevuse üle**. Nõukogu polnud nõus, et see tähendab vaid tagantjärele kätelaiutamist ja Venemaa peaministri Tšernomõrdini meele konstateerimist, et taheti kõige paremat, aga läks nii nagu alati. Seetõttu kirjutati Eesti Panga põhikirja, mille kinnitab nõukogu, ligi kakskümmend järelevalvetegevust, mille hulgas oli loomulikult ka strateegiliste projektide läbiarutamine. 2008. aasta kevadel jõuti selleni, et hakati ära kuulama ka juhatuse liikmete tegevusaruandeid.

Vahepeal oli riigikogu aktiivsus nõukogu esimehe valikul kasvanud. Juba 2007. aasta sügisel algas arutelu, kes võiks olla uue esimehe kandidaadid. Minu jätkamise võimaluste kõrval pakuti uuteks nimedeks nõukogu liiget professor Enn Listrat, majandusõppejõudu Andres Arrakut ja Eesti Telekomis juhina tuntud Jaan Männikut. Riigikogu fraktsioonid kohtusid nendega ja lõpuks jäigi sõelale Männik, kelle riigi president ka kandidaadiks esitas. Seekord suudeti esimehe vahetus korraldada tõrgeteta ja piisava ajavaruga. Männikul jäi enne ametisse astumist piisavalt aega kohtuda pangas nii juhtkonna kui ka nõukogu liikmetega ja uude rolli sisse elada. Viienda koosseisu nõukogu liikmete volitused lõppesid 16. veebruaril 2009.

Nõukogu viienda koosseisu strateegilisemaid otsuseid oli panga presidendi valimine, sest Vahur Krafti viieaastane ametiaeg lõppes juunis 2005. Uue presidendi valisime juba 2000. aastal kinnitatud valimiskorra alusel, seda vaid veidi muutes. Nimelt ei lubatud kandidaadil endal enam hääletusest osa võtta. Kandidaatideks olid president Vahur Kraft ja nõukogu liige Andres Lipstok, seetõttu oli seitse hääletajat ja positiivne tulemus nõudis viis poolthäält. Mõlemad kandidaadid tegid aktiivset valimiskampaaniat nõukogu liikmete hulgas. Esimene hääletusvoor lõppes 4 : 3 Lipstoki kasuks. Seega oli tema ainus kandidaat

teises voorus, kus ta sai vajalikud poolthääled. President Arnold Rüütel kinnitas Lipstoki ametisse ning ta asus panga presidendina tööle 8. juunil 2005.

Eesti Panga seaduse täiendamisega arvati juulis 2006 panga president nõukogust välja. Seega jäi nõukogu kaheksaliikmeliseks. Loomulikult võtavad kõik juhatuse liikmed nõukogu istungitest edaspidigi osa, peale juhatuse liikmete on ka siseauditi osakonna juhatajal osalemiskohustus.

Eesti Panga seadusse tehti parandus, et nõukogu esimees ei pea omama majandus- või juriidilist kõrgharidust, vaid lihtsalt kõrgemat haridust. Sellega võib leppida, sest nõukogu otsused on kollektiivsed ja tema juhil on juhiomadused isegi olulisemad kui erialane kompetents. Lisaks sellele näeb seadus ette, et panga president saab nõukogu ebakompetentse otsuse riigikogus vaidlustada. Ent see, et samal ajal tühistati erialanõue ka panga presidendile, on minu arvates väga ohtlik, sest tema ainupädevusse kuulub raha- ja pangapoliitiliste otsuste tegemine ja ükski seadusakt ei näe ette võimalust tema otsuste vaidlustamist. Krediidiasutuste seadusest võib lugeda, et kommertspangale ei anta tegevusluba siis, kui tal pole pädevat juhti. Siiski loodan, et nõukogu seab keskpanga presidendi kandidaadi esitamisel ja Vabariigi President tema ametisse kinnitamise otsustamisel erialase pädevuse esiplaanile. Eesti Panga seaduse alusel on presidendi ametiaeg seitse aastat ja teda ei saa tagasi valida. Seega tõuseb panga uue presidendi valimise küsimus päevakorda 2012. aasta kevadel.

Nõukogu viienda koosseisu töö kulges sujuvalt. Nõukogu oli sisuliselt muutunud järelevalvenõukoguks, millel pole seadusjärgset aktiivset rolli raha- või panganduspoliitikas ega ka Eesti Panga igapäevatöö korraldamisel. Siiski suutis nõukogu aktiivselt tegutseda, võttes osa panga strateegiliste otsuste kavandamisest.

## **NÕUKOGU ARENG VIIE KOOSSEISU AJAL**

Eesti Panga juhtimine, mis 1989. aasta pangaseadusega oli valdavalt nõukogu õlgadel, on järk-järgult üle kandunud tegevjuhtkonnale eesotsas juhatusega. Seega on nõukogu, mida nimetatakse seaduses alates 1993. aastast küll Eesti Panga kõrgeimaks organiks, muutunud sisuliselt järelevalvenõukoguks. Osa ülesandeid aga on läinud väljapoole Eesti Panka seoses finantsinspektsiooni töölerakendamisega 2002. aastal. Euro kasutuselevõtt aga viib tulevikus ka rahapoliitikaga tegelemise Euroopa Keskpanka Frankfurtis.

Nõukogul on 18 aasta jooksul olnud viis koosseisu; veebruaris 2009 alustas kuues. Seni on ainult viies koosseis töötanud oma normaja – viis aastat. Esimese nõukogu tegevus jäi lühemaks nõukogu koosseisu laienemise tõttu, teine lõpetas ennetähtaegselt uue keskpanga

gaseaduse vastuvõtmise järel. Kolmas ja neljas koosseis aga pidid kauem töötama, sest uut koosseisu ei suudetud õigel ajal ametisse nimetada. Sel perioodil on nõukogul olnud viis esimeest, kusjuures nii Rein Otsasoni kui ka Ants Veetõusme ametiaeg jäi lühikeseks.

Seadusemuudatuste ja valimisraskuste tõttu on nõukogu töötanud kaks lühemat perioodi ilma esimeheta. Esimene periood kestis ligi aasta (28.06.90–13.05.91), sest seadusemuudatusega keelati presidendil olla nõukogu esimees, aga eraldi esimeest polnud veel valitud. Teine periood oli pool aastat (21.01.98–18.06.98), kui Mereste volituste lõppemise järel ei suudetud uut esimeest valida. Siit näeme, et mitte ainult Eesti majanduse, vaid ka riigi üleshitamine oli keeruline ega kulgenud tõrgeteta.

Kaks esimest nõukogu alustasid NSV Liidu koosseisus, teise nõukogu perioodil taastati Eesti iseseisvus. Tabelist 3 näeme, et Eesti Panga nõukogu viies koosseisus on osalenud kokku 50 liiget ja asendusliiget. Osa neist on olnud nõukogu mitmes koosseisus, erinevate inimeste arv on praeguseks 35 (koos Jaan Männikuga). Neli neist on meie hulgast juba manalateele läinud. Nõukogu liikmed on olnud Eesti tippetijad. Nende hulgas on olnud 17 riigikogu liiget, 17 ministrit või eksministrit, 5 endist maavanemat või linnapead, 14 teadustekandidaati või doktorit, 8 professorit ja 2 akadeemikut.

**Tabel 3. Eesti Panga nõukogu arvudes**

Koosseis	Liikmete ja asendusliikmete arv	Periood kuudes	Istungite arv	Päevakorrapunkte	Istungeid kuus	Punkte istungil
I	5 + 1	10	18	66	1,8	3,7
II	9 + 2	31	48	371	1,6	7,7
III	9 + 3	64	81	390	1,3	4,8
IV	9 + 1	64	69	316	1,1	4,7
V	9 + 2	60	59	236	1,0	4,0
<b>Kokku</b>	<b>41 + 9</b>	<b>229</b>	<b>275</b>	<b>1379</b>	<b>1,2</b>	<b>5,0</b>

Kõige rohkem istungeid on toimunud nõukogu kolmanda koosseisu ajal, kuid seoses esimese panganduskriisi lahendamisega tuli nõukogu teise koosseisu istungi kohta kõige rohkem arutata vaid päevakorrapunkte.

Lisaks päevakorralduste arutelule ja otsustamisele on kõik nõukogud ennast harinud nii seminaridel kui ka teiste riikide keskpanku külastades. Esimene selline reis oli Rootsi Riigipanka 1992. aastal, järgmine Soome. Euro kasutuselevõtu ettevalmistuse ajal külastati ka neid riike, kus tingimused olid Eestiga kõige sarnasemad (Iirimaa, Sloveenia).

Kõikide nõukogude töös võib positiivsena esile tuua, et poliitiline vägikaikavedu jäid istungisaalist väljapoole ning vaidlustes ja otsustes juhitud ainult Eesti raha- ja pangandus-

poliitilistest eesmärkidest ning Eesti Panga arendamise ja töövõime tõstmise vajadustest. Nõukogu liikmed on seda põhimõtet järginud ka avalikes esinemistes ja seisukohavõttudes.

Võib täheldada, et keskpanga nõukogu ülesanded ja otsused on arenenud koos Eesti riigi ja selle õigusruumi arenguga. Nõukogu tegevus on seda protsessi aktiivselt ka mõjutanud. Meenutame kas või, et esimesel perioodil oli nõukogu põhitöö seadusprojektide ja muude õigusaktide koostamine, seejärel pankade asutamine ja sulgemine, aga kogu perioodi jooksul Eesti Panga arengu suunamine ja mõjutamine.

Võib küsida, kas kõik on juba tehtud. Kindlasti mitte, sest iga etapp püstitab uusi ülesandeid. Võib ennustada, et üleilmne finantskriis sunnib jällegi üle vaatama riskijuhtimise korra ja eelolev liitumine euroalaga muudab keskpanga tööd täielikult. Seega on nõukogu endiselt vaja kui arbiitrit ja nõuandjat nii keskpangale kui ka finantssektorile.

<b>Eesti Panga nõukogu enne Teist maailmasõda</b>	
<b>1921</b>	E. Aule, J. Sihver, L. Sepp, K. Baars, A. Janson, E. Kuusik, J. Laidoner, M. Luther, A. Teetsov, A. Uibopuu, A. Uesson, K. Wirma
<b>1922</b>	E. Aule, J. Sihver, L. Sepp, K. Baars, A. Janson, E. Kuusik, J. Laidoner, M. Luther, A. Teetsov, A. Uibopuu, A. Uesson, K. Wirma
<b>1923</b>	E. Aule, J. Sihver, L. Sepp, K. Baars, E. Kuusik, J. Laidoner, M. Luther, A. Teetsov, J. Tõnnisson, A. Uibopuu, A. Uesson, K. Wirma
<b>1924</b>	E. Aule, J. Kuk, T. Vares, K. Baars, J. Laidoner, M. Luther, J. Puhk, A. Teetsov, A. Tofer, J. Tõnnisson, K. Wirma
<b>1925</b>	A. Uibopuu, J. Kuk, P. Öpik, A. Jürmann, J. Laidoner, H. Leesment, M. Luther, J. Puhk, O. Strandman, A. Tofer, J. Tõnnisson, K. Wirma
<b>1926</b>	A. Uibopuu, J. Jaakson, P. Öpik, J. Kivisild, A. Jürmann, J. Laidoner, H. Leesment, M. Luther, J. Puhk, O. Strandman, A. Tofer, J. Tõnnisson, K. Wirma
<b>1927</b>	J. Jaakson, P. Öpik, J. Kivisild, A. Jürmann, J. Laidoner, H. Leesment, M. Luther, J. Puhk, O. Strandman (kuni septembrini), A. Tofer, J. Tõnnisson, K. Wirma
<b>1928</b>	J. Jaakson, J. Hansen, Chr. Kaarna, A. Kask, J. Kivisild, R. Kuris, M. Luther, G. Vestel, K. Virma
<b>1929</b>	J. Jaakson, J. Hansen, Chr. Kaarna, A. Kask, J. Kivisild, M. Luther, J. Puhk, J. Veske, G. Vestel, K. Virma
<b>1930</b>	J. Jaakson, J. Hansen, Chr. Kaarna, A. Kask, J. Kivisild, M. Luther, J. Puhk, J. Veske, G. Vestel, K. Virma
<b>1931</b>	J. Jaakson, J. Hansen, Chr. Kaarna, A. Kask, J. Kivisild, M. Luther, J. Puhk, J. Veske, G. Vestel, K. Virma
<b>1932</b>	J. Jaakson, J. Hansen, Chr. Kaarna, A. Kask, J. Kivisild, M. Köstner, M. Luther, J. Puhk, J. Veske, G. Vestel, K. Virma
<b>1933</b>	J. Jaakson, M. Jänes, J. Hansen, Chr. Kaarna, J. Kivisild, M. Köstner, J. Laidoner, M. Luther, J. Puhk, J. Veske, K. Virma
<b>1934</b>	J. Jaakson, J. Hansen, Chr. Kaarna, M. Köstner, J. Laidoner, M. Luther, J. Puhk, J. Rosenfeldt, J. Sihver, J. Veske, K. Virma
<b>1935</b>	J. Jaakson, J. Rosenfeldt, Chr. Kaarna, J. Hansen, M. Köstner, M. Luther, J. Puhk, J. Sihver, J. Veske, K. Virma
<b>1936</b>	J. Jaakson, E. Arnover, K. Kaarna, M. Köstner, M. Luther, J. Puhk, J. Rosenfeldt, E. Saar, J. Sihver, N. Teliste, J. Veske, K. Virma
<b>1937</b>	J. Jaakson, E. Arnover, A. Eslas, K. Kaarna, A. Kuller, M. Köstner, R. Käsper, M. Luther, J. Rosenfeldt, E. Saar, J. Sihver, N. Teliste, K. Virma
<b>1938</b>	J. Jaakson, E. Arnover, A. Eslas, K. Kaarna, M. Käbin, R. Käsper, M. Köstner, M. Luther, J. Rosenfeldt, J. Sihver, N. Teliste, M. Vinnal
<b>1939</b>	J. Jaakson, K. Kaarna, P. Kurvits, M. Käbin, R. Käsper, M. Köstner, M. Luther, J. Raudava, J. Rumberg (N. Teliste asemel), N. Teliste, A. Tõnnisson (M. Lutheri asemel), M. Vinnal
<b>1940</b>	J. Jaakson, K. Kaarna, J. Rosenfeldt, P. Kurvits, M. Köstner, M. Käbin, R. Käsper, A. Tõnnisson, M. Vinnal, J. Rumberg

<b>Taasiseseisvusaeg</b>	
<b>22.01.1990–14.11.1990</b>	
	R. Otsason (president 28.12.1989–18.09.1991), R. Hagelberg, E. Mändmaa, S. Kallas, V. Porfirjev (teda asendas M. Sörg)
<b>15.11.1990–23.06.1993</b>	
	R. Otsason, S. Kallas (president al 23.09.1991), A. Veetõusme (esimees al 13.05.1991), R. Hagelberg, R. Jalakas (nõunik al 26.10.1993), R. Miller, I. Proos, M. Sörg, Ü. Uluots, U. Mereste (liige al 23.09.1991, esimees al 16.12.1992), M. Üürike (al 21.10.1992)
<b>1993</b>	U. Mereste (esimees), R. Hagelberg, R. Jalakas, S. Kallas, I. Proos, M. Sörg, Ü. Uluots, A. Veetõusme, M. Üürike
<b>23.06.1993–13.10.1998</b>	
<b>1993</b>	U. Mereste (esimees), A. Erm, R. Hagelberg, A. Hansson, S. Kallas, H. Kranich, K. Kukkk, I. Pärtelpoeg, M. Üürike
<b>1994</b>	U. Mereste (esimees), A. Erm, R. Hagelberg, A. Hansson, S. Kallas, H. Kranich, K. Kukkk, I. Pärtelpoeg, M. Sörg, M. Üürike
<b>1995</b>	U. Mereste (esimees), A. Erm, R. Hagelberg, A. Hansson, S. Kallas (kuni 21.03), V. Kraft, H. Kranich, K. Kukkk, I. Pärtelpoeg
<b>1996</b>	U. Mereste (esimees), A. Erm, R. Hagelberg, A. Hansson, V. Kraft, H. Kranich, K. Kukkk (teda asendas H. Siigur), I. Pärtelpoeg, M. Sörg
<b>1997</b>	U. Mereste (esimees kuni 21.12), A. Erm, R. Hagelberg, A. Hansson, V. Kraft, H. Kranich, K. Kukkk, I. Pärtelpoeg (esimees pärast U. Merestet), M. Sörg
<b>13.10.1998–16.02.2004</b>	
<b>1998</b>	M. Sörg (esimees al 18.06), I. Pärtelpoeg, A. Järvesaar, V. Kraft, K. Kukkk, M. Meos, H. Meri, M. Pärnoja, J. Sepp, E. Terk
<b>1999</b>	M. Sörg (esimees), A. Järvesaar, K. Kukkk, V. Kraft, M. Meos, H. Meri, J. Sepp, E. Terk, M. Pärnoja (teda asendas K. Jürgenson)
<b>2000</b>	M. Sörg (esimees), A. Järvesaar, K. Jürgenson, K. Kukkk, V. Kraft, M. Meos, H. Meri, J. Sepp, E. Terk
<b>2001</b>	M. Sörg (esimees), A. Järvesaar, K. Kukkk, V. Kraft, M. Meos, H. Meri, M. Pärnoja (al 01.10), J. Sepp, E. Terk
<b>2002</b>	M. Sörg (esimees), A. Järvesaar, K. Kukkk, V. Kraft, M. Meos, H. Meri, M. Pärnoja, J. Sepp, E. Terk
<b>2003</b>	M. Sörg (esimees), A. Järvesaar, K. Kukkk, V. Kraft, M. Meos, H. Meri, M. Pärnoja, J. Sepp, E. Terk
<b>17.02.2004–16.02.2009</b>	
<b>2004</b>	M. Sörg (esimees), R. Eamets, V. Kraft, A. Lipstok, E. Listra, M. Opmann, T. Palts, J. Sepp, L. Tõnisson
<b>2005</b>	M. Sörg (esimees), R. Eamets, V. Kraft (kuni 07.06), A. Lipstok (al 07.06), E. Listra, M. Opmann, T. Palts, J. Sepp, L. Tõnisson, H. Öunapuu
<b>2006</b>	M. Sörg (esimees), R. Eamets, A. Lipstok (kuni 08.07), E. Listra, M. Opmann, T. Palts, J. Sepp, L. Tõnisson, H. Öunapuu
<b>2007</b>	M. Sörg (esimees), R. Eamets, E. Listra, M. Opmann, T. Palts, J. Sepp, L. Tõnisson, H. Öunapuu
<b>2008</b>	M. Sörg (esimees kuni 13.06), J. Männik (esimees al 13.06), R. Eamets, E. Listra, M. Opmann, T. Palts, J. Sepp, L. Tõnisson, H. Öunapuu
<b>18.02.2009</b>	J. Männik (esimees), K. Kallo, I. Kull, J. Ligi, E. Listra, T. Palts, L. Tõnisson, U. Varblane

## **KRONOLOOGIA<sup>1</sup>**

### **EESTI RAHASÜSTEEMI PÕHIALUSED JA ARENG TAASISEISESVUSE AJAL**

Põhiseaduse paragrahviga 111 on Eesti Pangale pandud kohustus korraldada raharinglust ja seista hea riigi vääringu stabiilsuse eest. Sellest suurest kohustusest lähtuvalt on sõnastatud ka keskpanga missioon: tagada hinnastabiilsus Eestis. Stabiilne hinnatase annab nii ettevõtetele kui ka tavakodanikele kindlustunde – nad võivad oma säästmis-, tarbimis- ja investeerimiskäitumise pikaks ajaks ette kavandada. Raha stabiilsus on ühiskonna pikaajalise eduka majandusarengu alus.

Alates 1992. aasta rahareformist rakendus Eestis **valuutakomitee** rangetel reeglitel põhinev rahasüsteem, mis on edukalt kasutusel tänini. Eesti rahasüsteemis tagatakse hinnastabiilsus stabiilse vahetuskursiga. Vahetuskursi juhtimisel rakendatakse valuutakomitee põhimõtteid. Eesti krooni kurss eurosse on fikseeritud: 1 euro = 15,6466 krooni<sup>2</sup>. Eesti kroon on vabalt konverteeritav, mis tähendab, et puuduvad piirangud kapitali vabale liikumisele.

Valuutakomitee on rangetel reeglitel põhinev automaatne süsteem. Eesti krooni fikseeritud kursi säilitamiseks peavad keskpanga kohustused (sh baasraha hulk majanduses) olema täielikult tagatud välisvaluuta- või kullareservidega (vt joonis 1). Eesti valuutakomitee ei ole eraldiseisev institutsioon, vaid toimib osana keskpanga tegevusest. Seega ei saa Eestis piirduda välisvaluuta-reservide hoidmisega ainult baasraha katteks (nagu mõne meist erineva valuutakomitee puhul), vaid reservidega peavad olema tagatud kõik Eesti Panga kohustused ja antud garantiid.

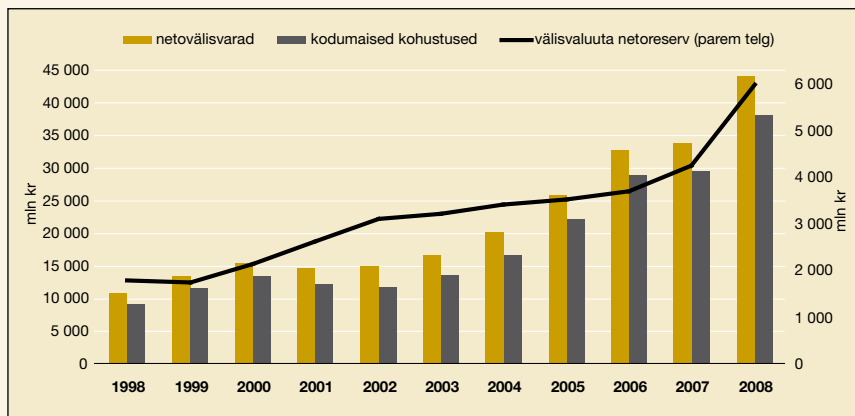
Eesti Pank tegutseb muudest riigiasutustest sõltumatult. Valuutakomitee tingimustes on keskpangal seadusega keelatud nii otseselt kui ka kaudselt krediteerida keskvalitsust ja kohalikke omavalitsusi. Eesti krooni tagamise seaduse kohaselt ei ole Eesti Pangal õigust krooni vahetuskursi devalveerida.

---

<sup>1</sup> Käesolev kronoloogia kattub suures osas Eesti Panga 2008. aasta aruandes avaldatuga, kuid hõlmab vähem teemavaldkondi ja on samas mõnes osas üksikasjalikum.

<sup>2</sup> See on võrdväärne 1992. aasta rahareformi käigus kehtestatud Eesti krooni vahetuskursiga Saksa margasse (1 mark = 8 krooni).





**Joonis 1. Eesti Panga netovälisvarad, kodumaised kohustused ja välisvaluuta netoreserv**

### Mis on valuutakomitee?

Tänapäevaste valuutakomitee süsteemide suhtelisele mitmekesisusele vaatamata on neil enamasti kolm iseloomulikku ühisjoont:

- ankurvaluuta suhtes fikseeritud vahetuskurs; ;
- valuutakomitee kohustused – sularaha ja hoised – on täielikult kaetud intressi kandvate ja kvaliteetsete välisvaluutareserveidga;
- valuuta on täielikult konverteeritav nii jooksev- kui ka kapitali- ja finantskonto tehinguteks.

### Eesti Panga käsutuses olevad rahapoliitika instrumendid

Eesti Panga olulisemad rahapoliitika instrumendid on **välisvaluuta ostu-müügi püsi-võimalus (valuutaaken)** ning pankadele kehtestatud **kohustusliku reservi nõue**. Valuutaaken on moodustatud pankadele piisava kroonilikviidsuse tagamiseks. Kohustusliku reservi nõue on kehtestatud finantssüsteemi likviidsusvarude reguleerimiseks.

Fikseeritud vahetuskursi süsteemi korral on majanduse stabiliseerimisel tähtis roll valit-suse eelarvepoliitikal. Konservatiivset ja tasakaalule suunatud eelarvepoliitikat on vaja majanduse jätkusuutlikkuse tagamiseks. Valuutakomitee sujuva toimimise oluline eel-dus on ka reaalsektori, eriti tööturu paindlikkus. Fikseeritud vahetuskursi korral ei saa

majandus tasakaalustuda vahetuskursi muutuse kaudu. Seega peab kohanemine toimuma reaalmajanduse poolel ehk palkades ja hindades.

### **Kohustuslikud reservid ja ülereservid (hoiustamise püsivõimalus)**

Kohustusliku reservi nõue on pankadele kehtestatud finantssüsteemi likviidsusvarude reguleerimiseks. Valuutakomitee puhul on piisavalt suur likviidsusvaru parim vahend arveldussüsteemi ja kogu finantssüsteemi ohustavate likviidsusriskide maandamiseks. Seega annab valuutakomitee Eesti kohustusliku reservi instrumendile tunduvalt tugevama kaalu kui teistsuguses raamistikus, aidates mõningal määral kompenseerida teiste instrumentide puudumist või neile seatud piiranguid.

Kõige selle tõttu on kohustusliku reservi määr – praegu 15% – Eestis valuutakomitee tingimustes kõrgem kui Euroopa Liidu teistes riikides. Eesti Pangas hoitavaid reserve tasustatakse Euroopa Keskpanga hoiuseintressimäära alusel, et vähendada kõrge reservinõude negatiivset mõju finantsvahenduse struktuurile, intressimarginaalile ja teenustasudele ning muuta rahapoliitika operatsioonilist raamistikku turulähedasemaks. Selleks, et luua suurem puhver igapäevasteks arveldusteks, mis aitaks pankadel vähendada likviidsusriski ning stabiliseerida pankadevahelise rahaturu intressimäära, järgitakse kohustusliku reservi nõude täitmisel kuu keskmise täitmise põhimõtet.

Selleks, et vähendada võimalikke turumoonutusi ning samal ajal säilitada suuri likviidsuspuhvreid, on kohustuslike reservide süsteemis rakendatud välisvarade arvestatavus. Likviidsuse seisukohalt ei ole põhimõttelist vahet, kas reservinõuet täidetakse kroonihoiustes või kvaliteetsetes ja kiiresti realiseeritavates välisvarades. Ühtlasi vähenevad turumoonutused, sest osa reservinõudest täidetakse turuinstrumentidega. Välisvarade arvestatavus võimaldab ka kohustuslikku krooni reservi taset suhteliselt lihtsamalt alandada, säilitades samal ajal piisavad likviidsuspuhvrid.

### **Eesti Panga valuuta ostu-müügi püsivõimalus**

Eesti valuutakomiteel põhinevas rahasüsteemis juhitakse pankade likviidsust eelkõige välisvaluuta ostu-müügi püsivõimaluse vahendusel. Eestis tegutsemise luba omavatel krediitiasutustel on õigus kehtiva korra<sup>3</sup> kohaselt teha Eesti Pangaga piiranguteta ostu- ja müügitehinguid Eesti krooni ja välisvaluutadega (praegu kümne erineva vääringuga).

<sup>3</sup> Eesti Panga presidendi 14.03.2002 määrus nr 5 „Eesti Panga ja Eestis tegutsevate krediitiasutuste vaheliste välisvaluuta ostu- ja müügitehingute kord”.

Lisaks võib Eesti Pank teha krediidiasutustega ostu- ja müügitehinguid kõigis teistes Eesti Panga ametlikult noteeritavates valuutades ja Eesti krooni või Eesti Panga noteeritava kahe erineva välisvaluutaga. Pankadel on võimalus müüa Eesti Pangale kroonide vastu väärtpabereid.<sup>4</sup> Seda võimalust aga ei ole pangad siiani kasutanud.

Eesti krooni kõrge likviidsuse tagamiseks ja kapitali vaba liikumise soodustamiseks puudub Eesti krooni ja euro ostu- ja müügitehingutes ostu-müügi kursierinevus. Eesti Panga ja krediidiasutuste Eesti krooni ja ankurvaluuta euro ostu- ja müügitehingud toimuvad Eesti Panga noteeritava kursiga (1 euro = 15,6466 krooni). Kursierinevuste puudumine soodustab välisvaluutas likviidsuspuhvide loomist (sh välisvarade arvestatavuse kasutamist kohustusliku reservi nõude täitmisel), stabiliseerib Eesti laenuuru intressimäärasid ja vähendab kodumaise pankadevahelise turu rolli. Välismanduses olevate pankade jaoks lihtsustab kursierinevuse puudumine vahendite kaasamist emapangalt. Kõikide teiste valuutadega tehakse tehinguid valuutade turukursside ning Eesti krooni ja euro kursi alusel.

Tehingud valuutaaknas määravad baasraha hulga majanduses. Baasraha pakkumise muutusega kaasneb samaväärne muutus keskpanga välisvaluuta-reservides. Keskpank ei kehtesta rahapoliitika intressimäärasid ega juhi rahapakkumist ka muul moel. Valuutakomitee süsteemi tingimustes saab Eesti Pank teoreetiliselt anda krediidiasutustele laenu üksnes krooni kattevara ületavate reservide arvel.

## **RAHAPOLIITILISE RAAMISTIKU ARENG TAASISEISEVUSE AJAL**

### **1992: KAASAEGSE RAHA- JA PANGASÜSTEEMI LOOMINE**

1992. aasta rahareformile eelnev ja järgnev aeg oli keeruline nii Eesti majandusele kui ka finantssüsteemile. Keskpanga välisvaluuta-reservide suurus oli 1992. aasta lõpul kõigest ligikaudu 2,5 miljardit krooni, millest kohustustevaba reserv moodustas umbes 590 miljonit krooni. Keskmine kuupalk ulatus vaid veidi üle 1000 kroonini<sup>5</sup> ning inflatsioonitempo kasvas 1992. aastal 1076%ni<sup>6</sup>. Oli vaja korrastada pangandusmaastikku ja luua turumajanduse tingimustes toimiv õigusraamistik.

---

<sup>4</sup> Eesti Panga presidendi 29.12.2000 määrus nr 15 „Eesti Panga ja Eesti krediidiasutuste vaheliste väärtpaberitehingute kord“.

<sup>5</sup> Statistikaameti andmetel oli keskmine brutokuupalk 1992. aastal 549 krooni ning 1993. aastal 1066 krooni.

<sup>6</sup> Statistikaameti andmed, THL võrreldes eelmise aastaga.

17. juunil 1992 otsustas Eesti Panga nõukogu kehtestada pankade **kohustuslike reserve** määraks 15% kõigilt nõudmiseni hoiustelt, tähtajalistelt hoiustelt ja säästuhoiustelt. Nõue kehtis neile **pankadele, kus ei kasutatud endise NSV Liidu Riigipanga kehtestatud kontoplaani**. Eraldi reservimäär kehtestati Hoiupangale. (Väiksemate muudatustega kehtis selline kord kuni 1994. aasta keskpaigani.)

18. juunil 1992 kinnitati Eesti Panga nõukogu otsusega Eesti Panga ja volitatud pankade vaheliste **välisvaluutatehingute juhend**, välisvaluuta sisse- ja väljaveo uued eeskirjad ja rida muid välisvaluutatehinguid puudutavaid dokumente.

20. juunil 1992 algas **rahareformi otsustav etapp – rahavahetus**.

Eesti Panga käskkirjaga määrati Eesti krooni kursiks Saksa margasse 1 kroon = 0,1250 marka ehk 1 mark = 8 krooni.

Rahareformi päeval hakkasid kehtima Eesti Vabariigi **välisvaluutaseadus**, Eesti Vabariigi **rahaseadus** ja Eesti Vabariigi **seadus Eesti krooni tagamise kohta**.

## **1992–1994: STABIILSUSE TAGAMINE JA RAHASÜSTEEMI VASTU USALDUSE KUJUNDAMINE**

### **Esimesed rahareformijärgsed aastad**

Esimestel rahareformijärgsetel aastatel seati eesmärgiks **stabiilse finantskeskkonna loomine** ning **üldise usalduse kujundamine rahandussüsteemi vastu**, mis oli 1990. aastate alguse suurinflatsiooni ning panganduskriisiga tugevasti kahjustatud. Samuti oli stabiilsuse tagamine tarvilik selleks, et kindlustada areneva turumajanduse nõuetele vastava pangandussüsteemi kujunemist.

### **1993**

1993. aasta jaanuaris käivitas Eesti Pank **lühiajalise rahaturu projekti**. See andis pankadele võimaluse pakkuda turule oma lühiajalisi likviidsusüle jääke ning saada vajadusel lühiajalist laenu teistelt pankadelt. Ühtlasi loodeti projekti abil ilmselt vähendada ka eelnenud kümnendite panganduskultuurile omaseid põhjendamatuid lootusi kesk-pangapoolse finantseerimise suhtes.

Pankadevahelise usalduse suurendamist silmas pidades alustas Eesti Pank 100 000 kroonise nominaalväärtusega **28päevaste diskonteeritavate laenusertifikaatide** emiteerimist. Sertifikaatide esmamüük toimus iga kahe nädala tagant aset leidvatel oksjonitel. Need andsid pankadele võimaluse sooritada sajabrotsendiliselt garanteeritud teisese turu tehinguid ning aitasid seega kaasa pankadevahelise rahaturu arengule ja vastastikuse usalduse tekkimisele.

## **1994**

### **Välisvaluutatehinguid puudutavate piirangute lõplik kaotamine**

Rahareformiga kehtima hakanud ja välisvaluutatehinguid reguleerivate õigusaktide süsteemi (hõlmas piiranguid kapitalikonto tehingutele ning välissularaha sisse- ja väljaveo piiranguid, mitte-konverteeritava välissularaha vahetamise keeldu, välislaenude registreerimise nõuet jmt) leevendati järk-järgult ning kaotati 1994. aastal lõplikult. 1994. aasta suvel ühines Eesti välisvaluutapiirangute mitterakendamise kohustusega vastavalt Rahvusvahelise Valuutafondi põhikirja VIII artiklile. Eesti oli üks esimesi Ida- ja Kesk-Euroopa üleminekumaid, kes kõrvaldas takistused kapitali vabale liikumisele.

1994. aasta veebruaris **kaotati täielikult piirangud kommertsbankade Saksa marga avatud positsioonile.**

1994. aasta märtsis **tühistas Riigikogu välisvaluutaseaduse**, millega kaotati välisvaluutatehingutelt viimased formaalsed piirangud ja lubati välisvaluutakontode avamine ka eraisikutest residentidele.

### **Meetmed rahasüsteemi efektiivsuse ja usaldusväarsuse tõstmiseks**

Tõstmaks usaldust Eesti krooni vastu ja vähendamaks spekulatsioone krooni võimaliku devalveerimise teemal, alustas Eesti Pank 4. aprillil 1994 **Eesti krooni ja Saksa marga kuni seitsme aastase tähtajaga tähtaja- ja vahetuslepingute müümist.** (Tehingute sõlmimine lõpetati 1995. aasta märtsis, kui vajadus seda laadi instrumentide järele kadus.)

Kohustusliku reservi arvestuse ja kasutamise korra muutumine 1994. aasta juulis andis pankadele **võimaluse arvestada kohustuslike reservide ühe osana Eesti krooni sularahakassat** kuni 50% ulatuses kehtivast kohustuslike reservide kogusummast.

## **1995–1998: RAHAPOLIITILISE KESKKONNA STABILISEERUMINE JA ARENG**

Aastatel 1995–1998 tõi Eesti krooni jäik seotus Saksa margaga Eesti majandusse rahvusvaheliste hindade stabiilsust. Rahapoliitilise keskkonna kujunemisel olid määrava tähtsusega kolm protsessi: väliskapitali jätkuvalt suur sissevool Eestisse, tähtsamate valuutade kursimuutused ning Saksa marga intressimäärade mõju Eesti krooni intressimääradele.

### **1995**

Rahapoliitilise olukorra stabiliseerudes vähenes vajadus 1994. aastal alustatud Eesti Panga **valuutakursi tähtaja- ja vahetustehingute** järele. Tehingute sooritamist hakati piirama 1994. aasta lõpul ja uute tehingute **sõlmimine peatati 1995. aasta märtsis**.

### **1996**

#### **Alustati TALIBIDI/TALIBORI noteerimist**

9. jaanuaril 1996 kinnitati TALIBORI/TALIBIDI noteerimise reeglid.

#### **Suuremad põhimõttelised muudatused rahapoliitika operatsioonilises raamistikus**

1996. aasta keskel tegi Eesti Pank rahapoliitika operatsioonilise raamistikku rea olulisi muudatusi, et suurendada rahapoliitika usaldusväarsust ja läbipaistvust, vähendada finantssektori laienemisest tingitud süsteemset finantsriski ja tugevdada likviidsussüsteemi.

1996. aasta 1. juulil asendati pankade kohustuslike reserve pideva täitmise nõue **kohustusega hoida Eesti Pangas asuva arveldusarve saldo nõutaval tasemel ühe kuu keskmisena**. Pangad said igapäevasteks arveldusteks enda kasutusse märksa suurema baasrahapuhvri. See aitas vähendada likviidsusriski ning stabiliseerida pankadevahelise rahaturu intressimäärade taset. Pankade likviidsusjuhtimise distsiplineerimiseks jäi 20% reservinõudest siiski igapäevaselt jõesse ja seda osa sai kasutada üksnes trahviintressi eest.

Sularahakassa arvestamist kohustuslike reserve täitmisel vähendati 40%ni reservinõudest.

1996. aasta 1. juulil kaotas Eesti Pank **ostu- ja müügikursi erinevuse Eesti krooni ja Saksa marga vahelistes tehingutes**. Varem kehtinud väike kursivahe pärssis suuremate tehingukulude tõttu eelkõige lühiajalist intressiarbitraaži. Edeneva lõimumise taustal aitas selline tehingukulude vähendamine suurendada pangasüsteemi valuutakäivet – 1997. aasta detsembris oli valuutatehingute kuukäive 1996. aasta juuniga võrreldes 14 korda suurem.

Et luua täiendavat stiimulit pankade baasrahanõudluse stabiliseerimiseks, võttis Eesti Pank 1996. aasta teisel poolel **esmakordselt kasutusele hoiustamise püsivõimaluse pankadele**. Selleks, et vältida turuhäireid ja tõsta valuutakomitee usaldusväär-sust, on pankade arveldusarve vaba jäägi eest iga kuu lõpus makstav intress väiksem Eesti rahaturu intressimäärast ja seotud Saksa Liidupanga diskontomääraga.

## 1997

### Eesti Panga meetmed likviidsussüsteemi tugevdamiseks

1997. aastal avaldusid makromajanduskeskkonnas teravalt mitmed kiire majandusaren-guga kaasnevad ohud. Rahapakkumise (välja arvatud sularahapakkumise) kasvutempo oli suhteliselt kõrge, kiiresti kasvasid ka pankade rahapaigutused kodumaistesse lae-nudesse ja sellega võrdväärsetesse võlainstrumentidesse. See tekitas vajaduse kohanda-da ka rahapoliitilist raamistikku. Eesti Pank võttiski rea meetmeid, mille eesmärk oli tugevdada likviidsussüsteemi.

Pidades silmas suurt väliskapitali sissevoolu, arvati 1997. aasta 1. juulist **kohustusliku reservi arvestusbaasi hulka summad, mille võrra pangad on väliskrediitiasu-tustelt võrreldes neisse hoiustatud rahaga rohkem laenanud**.

1997. aasta novembris kehtestati pankadele **ajutine lisalikviidsusnõue** 2% (detsemb-riks 3%) suuruses kohustusliku reservi arvestusbaasist.

Selleks, et stabiliseerida pankade kuusisest kroonilikviidsust ja vähendada võimalikke arveldusriske, tõstis Eesti Pank 1. novembril **kohustusliku reservi igapäevase miini-mumnõude 2%lt 4%le arvestusbaasist**. Ühtaegu suurenes ka kohustusliku reservi mittetäitmisel rakenduv trahviintress 20%ni.

Vastukaaluks tõsteti ka kohustusliku reservi miinimumtaset ületava jäägi eest makstav intress Saksa Liidupanga diskontomäära tasemele (1999. aasta jaa-nuarist alates on viitintressiks olnud Euroopa Keskpanga hoiuseintress).

## 1998

Kuni 1997. aasta sügiseni lähenes intressitase Eestis stabiilselt Saksamaa intressidele, eriti lühiajaliste intresside puhul. Sellesse trendi tõi muutuse Aasia kriisiga alanud ebastabiilsus maailma finantsturgudel. Aasia ja Venemaa kriis pärssis arenevaile turgudele suunatavaid kapitalivooge ning pani mitmes riigis proovile välisinvestorite usalduse püsimise. Valuutakomiteele tugineva rahasüsteemi ja rahaturu väikse mahu tõttu reageerisid lühiajalised intressid Eestis kiiresti muutustele väliskapitalivoogudes ning ka spekulatiivsetele rünnakutele krooni vastu, kuna keskpank ei sekkunud otseselt likviidsuse ja intressitaseme kujunemisse rahaturul. **Nii 1997. aasta lõpus kui ka 1998. aasta augustis tõestas valuutakomitee süsteem oma vastupanuvõimet ebastabiilses majanduskeskkonnas.**

1997. aasta kiirele majanduskasvule ning raha- ja laenuagregaatide ülikiirele kasvule järgnes 1998. aasta algul mõningane stabiliseerumine ning alates teisest poolaastast **majanduskeskkonna tuntav karmistumine**. Vähenesid nii välisnõudlus kui ka eelnevatel perioodidel harjumuspäraseks kujunenud välisfinantseerimine ja laenuvõtmise. Piiratud laenuressursside tõttu tõusnud intressimäärad tingisid koos inflatsioonitempo oodatust kiirema langusega reaalinintressimäärade kasvu.

### **Kodumaiste likviidsuspuhvrite suurendamisele suunatud meetmed**

Täiendava abinõuna pankade likviidsuspuhvrite suurendamiseks ja laenukasvu piiramiseks laiendas Eesti Pank 1998. aasta augustis-septembris **kohustusliku reservi arvestusbaasi summa võrra, mille kohta pangad on andnud garantiisid finantseerimisasutustele ning mitteresidentidest krediidasutustele.**

Arvestades sularahanõudluse vähenemist ning vajadust suurendada arveldussüsteemi likviidsuspuhvrid, vähendas Eesti Pank alates **19. juunist pankade sularahakassa arvestatavust kohustuslike reservide täitmisel 20%ni (varem 30%).**

1. septembrist arvestati kohustusliku reservi arvestusbaasi hulka täies mahus ka finantseerimisasutustele ja mitteresidentidest krediidasutustele antud **finantstagatised.**

### **TALIBORI ja TALIBIDI noteerimise muutunud põhimõtted**

**1. septembril 1998 muudeti pankadevaheliste rahaturu intressimäärade noteerimise põhimõtteid.** Eesti Pank hakkas TALIBORI ja TALIBIDI arvestama kolme panga



(Hansapanga, Eesti Ühispannga ja Eesti Forekspanga) noteeringute põhjal ühe, kolme ja kuue kuu lõikes. Kaotati ära ühe nädala noteering ning piirang sama perioodi laenu- ja hoiuseintressi marginaalile. Summat, mille ulatuses noteerivad pangad olid kohustatud oma noteeringuga hoiuseid võtma või laenu andma, suurendati 1 miljonilt kroonilt 10 miljoni kroonini. TALIBORI ja TALIBIDI fikseerimist jätkati üks kord nädalas.

### **1999–2004: ETTEVALMISTUSED EUROOPA LIIDUGA ÜHINEMISEKS**

Aastate 1999–2004 majanduspoliitilised eesmärgid olid stabiilne makromajanduskeskkond, püsiv usaldus valuutakomitee vastu ja edukad ettevalmistused ühinemiseks Euroopa Liiduga. Eesti raha- ja panganduspoliitika tulemuslikkust tunnistas tõsiasi, et rahvusvahelistele kriisidele vaatamata jäid kõik Eestile 1998. aastal antud rahvusvahelised reitingud jõusse.

Aastatel 1999–2004 tegi Eesti läbi arengu Euroopa Liidu kandidaatriigist liituvaks riigiks ning lõpuks liikmesriigiks. Üks liitumisläbirääkimiste eest vastutaja oli Eesti Pank. Keskpangal oli oluline roll teenuste ja kapitali vaba liikumise, majandus- ja rahaliidu, institutsioonide ja statistika peatükkides käsitletavate küsimuste ettevalmistamisel.

2002. aastal saatis Euroopa Keskpank (EKP) kandidaatriikide keskpankadele (sh Eesti Pangale) kutse osaleda alates Euroopa Liiduga ühinemise lepingu allkirjastamisest vaatlajaina EKP üldnõukogu ja Euroopa Keskpankade Süsteemi komiteede töös. Hääletusõigusetu vaatlaja staatus kestis ühinemislepingu jõustumiseni.

Detsembris 2002 esitas Euroopa Liit kümnele kandidaatriigile ametliku ühinemiskutse. Leping allkirjastati Ateenas 16. aprillil 2003 ning jõustus 1. mail 2004.

Septembris 2003 Eestis toimunud rahvahääletusel pooldas 66,9% osalenuist ühinemist Euroopa Liiduga.

### **1999**

#### **Majandus- ja rahaliidu kolmanda etapi algusega seotud muudatused**

Seoses majandus- ja rahaliidu kolmanda etapi algusega 1. jaanuaril 1999 seoti 11 Euroopa Liidu riigi valuutad, sh Eesti krooni baasvaluuta Saksa mark, pöördumatult üksteisega ning käibeale tuli Euroopa ühisraha euro.

**31. detsembril 1998 kehtestas Eesti Pank krooni kursiks eurosse 1 euro = 15,6466 krooni.** See kurss on võrdne Eesti krooni ametliku kursiga Saksa margasse (1 mark = 8 krooni).

1999. aastal hakkas kehtima Eesti Panga ja Eestis tegutsevate krediitiasutuste vaheliste **välisvaluuta ostu- ja müügitehingute uus kord.** Eesti Pank hakkas Eestis tegutsevate pankadega teostama euro ja Eesti krooni ning ühisrahamaade omavääringute (pärast eurole üleminekut kehtis mõnda aega paralleelkäibe süsteem) ja Eesti krooni vahelisi ostu-müügi tehinguid ilma hinnavaheta. Valuutade loetellu, milles Eesti Pank teeb pankadega ostu-müügi tehinguid, kaasati kõik ühisrahamaade omavaluutatad.

1. jaanuaril hakkas Eesti Pank pankade kuu miinimumnõuet ületavat arveldusarvete kuu keskmist saldot keskpangas tasustama varasema Saksa Liidupanga diskontomäära asemel **Euroopa Keskpanga hoiuseintressiga.**

#### **Kohustuslike reservide tasustamine ning keskpanga kasumijaotuse strateegia**

Rahvusvaheliste finantsturgude stabiliseerumine ja pingete vähenemine Eesti reaalmajanduses ning monetaar keskkonnas võimaldas 1999. aastal rahapoliitikas senisest enam keskenduda pikemaajalistele strateegilistele küsimustele.

Alates 1. juulist 1999 hakkas Eesti Pank **tasustama kõiki krediitiasutuste poolt keskpanga arvelduskontodel hoitavaid vahendeid.** Varem maksis keskpank intressi vaid kohustusliku reservi miinimumtasest ületanud hoiuste eest.

1999. aasta septembris kinnitas Eesti Panga nõukogu **keskpanga kasumijaotuse strateegia** kolmeks aastaks. Strateegia rahapoliitiline lähtealus oli vältida Eesti Panga kapitali ja kohustustevaba välisvaluutareservi liiga kiiret vähenemist *a priori* kesksete majandusnäitajate suhtes enne Eesti ühinemist majandus- ja rahaliiduga. Nõukogu tugines tõsiasjale, et keskpanga kasumijaotuse alused peavad edaspidigi toetama rahapoliitika põhieesmärke ning kasumi jaotamine ei tohi mingilgi määral nõrgendada rahasüsteemi stabiilsuse tagamist.

#### **TALIBORI ja TALIBIDI igapäevased noteeringud**

8. veebruaril 1999 **muutus TALIBORI ja TALIBIDI noteerimisreeglistik.** Eesti Pank hakkas TALIBORI ja TALIBIDI fikseerima igal äripäeval kell 11. Noteerivate pankade hulka kaasati Merita Bank Plc ja Svenska Handelsbanken. TALIBORI ja TALIBIDI hakati arves-

tama noteeringute aritmeetilise keskmisena, jättes välja kõrgeima ja madalaima noteeringu. Noteeritavatele perioodidele lisati kaks, üheksa ja kaksteist kuud. Ühtlasi tühistati noteerivatele pankadele kehtinud kohustus oma noteeringuga laenu anda või hoiuseid võtta.

## 2000

### Rahapoliitika operatsioonilise raamistiku reform

25. aprillil 2000 kinnitas Eesti Panga nõukogu **Eesti rahapoliitika operatsioonilise raamistiku reformi strateegia**, mis nägi ette krediidiasutuste kohustuslike reserve süsteemi ulatuslikumat ümberkorraldamist. Reformi lähim eesmärk oli tagada fikseeritud kursi sujuv toimimine valuutakomitee süsteemis ning vähendada turumoonutusi. Pikemas perspektiivis oli tegemist esimese sammuga Eesti rahapoliitika raamistiku järkjärgulisel ühildamisel euroala omaga.

Likviidsussüsteemi ajakohastamisele suunatud esimese reformietapi algust märkis Eesti Panga otsus **lõpetada laenusertifikaatide oksjonid** alates 20. maist 2000. (Oma esialgse eesmärgi – soodustada krooni rahaturu arengut – olid sertifikaadid täitnud. Pankade tulemuslikuma likviidsusjuhtimise ning rahaturu kasvanud mahu tingimustes ei sobinud intressilaega ja ülimalt piiratud mahuga instrument aga enam rahaturu hooajaliste hälvete tasandamiseks.)

2000. aasta 1. juulil **ühendati lisalikviidsusnõue pankade kohustusliku reservi nõudega**. Viimane suurenes lisanõude kaotamise arvel 10%lt 13%le. Selle otsusega loodi keskpangas hoitavatele reservidele ühtne õigusraamistik ning trahvimehhanism. (Kõigi reserve tasustamine alates 1. juulist 1999 oli muutnud eri tüüpi reservinõuete eristamise mõtetuks; samas muutus lisalikviidsusnõude täitmata jätmisel rakenduv karistus – kolmekordse reservinõude rakendamine järgmisel kuul – stabiilses keskkonnas tarbetuks.)

## 2001

### Kohustusliku reservi süsteemi turupõhisemaks muutmine

2001. aasta 1. jaanuaril said pangad **loa täita kuni 25% kohustusliku reservi nõudest kvaliteetsete likviidsete välisvaradega**. 2001. aasta 1. juulil tõusis välisvarade arvestatavuse piirmäär 50%ni kohustusliku reservi nõudest.

## 2002/2003

### **Eesti kohustusliku reservi baasi arvestuse lähendamise eurosüsteemi raamistikule**

2002. aastal valmistas Eesti Pank ette 1. märtsil 2003 rakendunud tehnilised muudatused Eesti kohustusliku reservi baasi arvestuse lähendamiseks eurosüsteemi raamistikule (Eesti Panga nõukogu võttis asjakohase otsuse vastu 31. oktoobril 2002). Kohustusliku reservi baasi kuuluvate **bilansikirjete ühtlustamise** kõrval töid need muudatused kaasa ka tähtajalise arvestuse põhimõtte rakendamise: kohustusi hakati **eristama tähtajalise struktuuri** (järelejäänud tähtaeg üle või alla kahe aasta) ja liigi järgi. Nii nagu eurosüsteemis, võeti nüüd ka Eestis kasutusele sisuliselt kaks kohustusliku reservi määra: **üldmäär** kuni kaheaastaste kohustuste jaoks ja **erimäär** sellest pikema tähtajaga kohustuste ja repotehingute jaoks.

Eesti Pank rõhutas ühtlasi, et ettevalmistused rahapoliitika raamistiku ühtlustamiseks euroala omaga jätkuvad, kuid eelkõige lähtutakse Eesti ja Euroopa Liidu majandusolukorrast. Eesmärk on vältida rahapoliitilisi samme, mis ei ole majanduskeskkonnaga kooskõlas.

### **Uus valuutatehingute kord**

2002. aastal kehtestati Eesti Panga ja Eestis tegutsevate krediidasutuste vaheliste välisvaluuta ostu- ja müügitehingute uuendatud kord, mille alusel hakati Eesti kroonide eest ostma ja müüma Ameerika dollarit, Austraalia dollarit, eurot, Jaapani jeeni, Kanada dollarit, Norra krooni, Rootsi krooni, Suurbritannia naelsterlingit, Šveitsi franki ja Taani krooni.

## 2004

### **Kohustuslike reservide süsteemi edasised muudatused**

2004. aasta märtsis jõustus mitu muudatust kohustuslike reservide süsteemis, mis muutsid selle turupõhisemaks ning lähendasid seda eurosüsteemi omale.

Alates 1. märtsist 2004 kaasati kohustusliku **reservi täitmiseks sobilike välisvarade hulka kõrge kvaliteediga ujuva kupongimääraga võlakirjad.**

Pangad **ei tohtinud enam võtta kohustusliku reservi nõude täitmisel arvesse sularahakassat.** (Ka eurosüsteemis ei arvestata pankade sularahakassat kohustuslike reservide osana.)

### **Meetmed laenumahu kiire kasvuga kaasnevate riskide maandamiseks**

Eesti Pank juhtis 2004. aastal korduvalt avalikkuse, finantssektori ja valitsuse tähelepanu laenumahu kiire kasvuga kaasnevatele riskidele.

Laenumahu kiire kasvu ja jooksevkonto suure puudujäägi tõttu säilitas Eesti Pank 2004. aastal kohustusliku reservi nõude eri- ja ka üldmäära 13% tasemel, samal ajal kui euroalal oli üldmäär 2% ja erimäär 0%.

Valitsus vaatas koos Eesti Pangaga üle eluasemelaenuturu riikliku tugipoliitika. Selle tulemusena täpsustati KredExi rolli eluasemelaenude kättesaadavuse toetamisel.

## **27. juunil 2004 liitus Eesti vahetuskursimehhanismiga ERM2**

### **2005–2007: ESIMESED AASTAD EUROOPA LIIDU LIIKMENA**

#### **2005**

2005. aastal ulatus Eesti aasta keskmine inflatsioonitempo 4,1%ni. Tulutaseme ühtlustamise kontekstis võinuks kiire – ja tööjõu suurenevat tootlikkust arvestades ka tasakaalustatud – majanduskasvuga kaasnevat 3,4%ni ulatuvat tarbijahinnatõusu pidada loomulikuks. Siiski juhtis Eesti Pank pidevalt avalikkuse, finantssektori ja valitsuse tähelepanu tasakaalustatud arengut ohustavatele välis- ja siseriskidele. Väliste riskide all pidas keskpank eelkõige silmas nafta maailmaturu hinna tõusuga seonduvat. Sisemaiste riskide puhul rõhutas keskpank **vajadust vaadelda nõudluse ja pakkumise vahetorkorda sektorite lõikes**, nii tööjõu- kui ka teenusteturul. **Üheks põhiküsimuseks pidas keskpank leibkondade võlakoormuse jätkuvalt kiiret kasvu.** 2005. aasta detsembris otsustas Eesti Pank astuda samme eluasemelaenudega seotud õigusraamistiku karmistamiseks.

## 2006

### **Meetmed tugevast sisenõudlusest tulenevate riskide ohjamiseks**

2006. aastal oli **keskpanga tähelepanu pööratud eelkõige tugevast sisenõudlusest tulenevate riskide ohjamisele**. Eesti Pank juhtis korduvalt avalikkuse tähelepanu liiga optimistliku tarbimis- ja laenukäitumisega seonduvatele ohtudele.

2006. aasta märtsist jõustusid pangandusmäärustiku muudatused, mille põhieesmärk oli vähendada eluasemelaenudega seotud riske (vt ka „Panganduse õigusraamistik ja regulatsioon”). Kuna need muudatused aga ei vähendanud riske piisavalt, otsustas Eesti Pank tõsta **1. septembrist 2006 pankade kohustusliku reservi määra 13%lt 15%le. Selle otsusega andis keskpank selge sõnumi majanduse ülekuumenemise ohu tõsidusest.**

## 2007

2007. aastal hakkas Eesti sisenõudlus kiiresti vaibuma, laenumahu kasv pidurdus ja palgakasv hakkas aeglustuma. Aasta lõpupoole hakkas paranema ka välistasakaal. Samas tugevnes aasta jooksul märkimisväärselt hinnatõususurve ning palgafondi kasv ületas jätkuvalt tootlikkuse oma. Seega muutusid aasta jooksul rahapoliitika seisukohast olulised rõhuasetused.

Arvestades majanduse endiselt väga suurt tasakaalustamatust ja kõrget inflatsioonitaset, jäeti pankade **kohustusliku reservi määr laenumahu kasvu aeglustumisele vaatamata muutumatuks 15% tasemele.**

2007. aasta alguses **kaotati** kohustusliku reservi arvestamisel seni kehtinud **arvelduskonto igapäevase miinimumi nõue**, ajakohastati kohustusliku reservi nõude täitmata jätmisel rakendatavat trahviintressi ning täpsustati reservinõuete muudatuste kehtima hakkamise korda.

## **PANGANDUSE ÕIGUSRAAMISTIK JA REGULATSIOON**

### **TAASISEISVUMISE ALGUSEST 1992. AASTA RAHAREFORMINI**

Eesti Pank taasasutati nõukogude korra ajal 1989. aasta detsembris vastu võetud **ENSV pangaseaduse** alusel. (Selle seaduse alusel tegutses keskpank kuni juunini 1993 ja kommerts pangad kuni jaanuarini 1995). Pangad järgisid rahareformieelsel ajal ja osaliselt hiljemgi NSV Liidu Riigipanga kehtestatud normatiive ja kontoplaani. Rahareformieelset tegevust turumajanduse oludesse sobiva panganduskeskkonna ettevalmistamisel ei saa siiski mingil juhul alahinnata.<sup>7</sup>

### **1992–1994: PANGANDUSSÜSTEEMI KAASAJASTAMINE JA KORRASTAMINE**

Uutele turumajanduse tingimustele vastavatele aruandevormistikele ja usaldatavusnormatiividele üleminek algas 1993. aasta esimesel poolel. Sellega oli kiire, sest nagu näitas audiitorfirma Price Waterhouse poolt koos pangainspeksiooni töötajatega PHARE abiprogrammi raames läbi viidud seitsme suurema kommerts panga aruannete kontroll, oli Eesti kommerts pankade aktivate riskitase suhteliselt kõrge. Eesti Pank rõhutas, et aktivate tegeliku riski suurus peab kajastuma ka pankade aruandluses.

Esimistel rahareformijärgsetel aastatel oli Eesti pangajärevalve jaoks suur probleem väljakujunemata õiguskeskkond, eriti pärssiv oli mahajäämus majandusvaldkonda korraldavate üldiste õigusaktide koostamisel. 1994. aasta lõpuni puudus Eestis nii kaasaja nõuetele vastav raamatupidamiseseadus kui ka äriseadustik (raamatupidamiseseadus hakkas kehtima 1. jaanuaril 1995, äriseadustiku kuulutas Eesti Vabariigi president välja 8. märtsil 1995). Minimaalselt vajalik normatiivibaas investeerimisfondide tegevuse kontrollimiseks loodi rahandusministeeriumi määrustega alles 1994. aasta lõpupoole. Üldise majandusnormatiivse keskkonna mahajäämus pangandusnormatiividega võrreldes piiras oluliselt pangajärevalve seaduslikke võimalusi nõuda pankadelt kaasaegsele riskikäsitusele vastavat tegutsemist. Kaasaja nõuetele mittevastavad raamatupidamise alused raskendasid pankade aruannetes toodud andmete objektiivset hindamist.

Selle perioodi kulminatsiooniks ja ühtlasi lõpuks oli esimese kaasaegse krediitiasutuste seaduse jõustumine 1995. aasta jaanuaris.

<sup>7</sup> Täiendati pangaseadust, täpsustati keskpanga ülesandeid ja koostati Eesti Panga esimene põhikirj. Lisaks pärinevad sellest ajast esimesed pangandust reguleerivad õigusaktid, NSV Liidu Riigipanga kontoplaanist loobunud pankadele kehtestatud reservimäär, välisvaluutatehingute kord jms.

## 1993

1993. aasta 1. jaanuaril kehtestati Eesti pankadele **uus aruandluskord, mis vahetas välja seni kehtinud NSV Liidu Riigipanga aruandlusvormistiku**. Vana aruandlusvorm lähtus sotsialistliku plaanimajanduse põhimõtetest ega võimaldanud kajastada pankade tegelikku finantsmajanduslikku olukorda. Praktikas tähendas see, et erinevad pangad tõlgendasid bilansinõudeid erinevalt, mis raskendas andmete võrdlust.

16. veebruaril 1993 kehtestati Eesti Panga nõukogu otsusega **hoiu- ja laenuühistute asutamise, tegutsemise ja likvideerimise kord**.

11. mail 1993 kehtestati **uued karmimad nõuded pankade aktsiakapitali miinimumsuurusele**.<sup>8</sup>

18. juunist 1993 jõustus **Eesti Panga seadus**.

**1993. aasta 1. juulist** kehtestati pankadele **uued usaldatavusnormatiivid**: maksejõulisuse määr, likviidsusmäär ning kliendi ja panga riskikonsentratsiooni piirmäär. Nende väljatöötamisel arvestati nii Eesti panganduse tollase arengutaseme kui ka Euroopa Liidus kehtivate normatiividega.

Valuutariski piiramiseks kehtestati **netovälisvaluutapositsiooni piirmäär** – panga valuutaaktiivate ja valuutapassivate vahe ning kokkulepitud tähtajal toimuvate tehingute (mille eest raha on veel üle kandmata) suhe panga omakapitali. Panga kogu avatud netovälisvaluutapositsiooni piirmäär oli 30%, sh üksikute valuutade puhul kuni 10% ja Saksa marga puhul 250% (1994. aasta veebruarist on Saksa marga positsioon vaba).

## 1994

1994. aasta algul täpsustati **lootusetute laenude mahakandmise protseduuri**.

---

<sup>8</sup> 1995. aasta 1. aprillist pidi aktsiakapital olema 15 miljonit, 1996. aasta 1. aprillist 25 miljonit ja 1997. aasta 1. aprillist 35 miljonit krooni. Nõukogude ajal vastu võetud otsuses kommerts- ja kooperatiivpankade asutamise kohta oli kirjas, et aktsiakapital peab kommerts pangas olema vähemalt 5 miljonit rubla ja kooperatiiv pangas 1,5 miljonit rubla. Eesti Panga nõukogu kehtestas oma 1990. aasta 19. veebruari otsusega kommerts pankade põhikirjafondi alammääraks 5 miljonit rubla. Sisuliselt säilitati nõukogudeaegne normatiiv. Kuivõrd vahepealne hüperinflatsioon oli 5 miljonit rubla muutnud naeruväärselt väikeseks summaks ühe panga jaoks, oli kapitali alammäära tõstmine 6 miljoni Eesti kroonile (nõukogu 1992. aasta 7. oktoobri otsus) ja edasise suurendamise ajakava kehtestamine 1993. aastal kindlasti õigustatud.



Laenuid, mille tagastamistähtajast oli möödunud 150 päeva, tuli maha kanda laenu riski reservi arvelt. Kui sellest ei jätkunud, tuli vastavad summad kanda ümberhindamiste realiseerimata kahjumi arvele. Sisuliselt oli tegemist esimese sammuga, mis kohustas panku oma vara ümber hindama.

Veebruaris muudeti netovälisvaluutapositsiooni arvestust. Muudatuse olulisim osa oli **Saksa marga avatud positsioonile kehtinud piirangute täielik kaotamine**, mis tulenes loogiliselt Eesti Panga raha- ja vahetuskursipoliitikast.

1994. aasta septembris kehtestati Eesti Panga nõukogu otsusega pankadele **tähtjad omavahendite miinimumsuuruste saavutamiseks**: 1. jaanuar 1996 – 50 miljonit krooni; 1. jaanuar 1997 – 60 miljonit krooni; 1. jaanuar 1998 – 75 miljonit krooni. Eesmärk oli tugevdada pankade kapitalibaasi ning soodustada süsteemisest konsolideerumist, mis omakorda võimaldab pankadel paremini täita finantsvahendaja rolli.

Riskide liigse kontsentreerumise vältimiseks ning huvikonflikti tekkimise võimaluste vähendamiseks alandati 1994. aasta septembris **ühe kliendi või omavahel seotud osapoolte maksimaalset lubatavat võlakohustuste summat 50%lt 25%le krediitiasutuse omavahenditest**. Samuti kehtestati **lisanormatiivid nn sisemiste huvigruppide** tarvis.<sup>9</sup>

Panganduse ja pangajärelevalve juriidilist baasi tugevdas **krediitiasutuste seaduse** vastuvõtmine Riigikogus 1994. aasta detsembris ja selle jõustumine 1995. aasta jaanuaris. Seaduse koostamisel lähtuti Euroopa Liidu riikides kehtivatest pangandusalastest õigusaktidest, arvestades seejuures siiski ka Eesti panganduse tollase arengutasemega.

### **1995–1998: FINANTSSÜSTEEMI KRIISIKINDLUSE TÕSTMINE JA PANGANDUSMAASTIKU EDASINE KORRASTAMINE**

Krediitiasutuste seaduse jõustumine jaanuaris 1995 tõi endaga kaasa usaldatavusnormatiivide ning sellega seonduva aruandluse muutmise vajaduse. Põhjalikult muudeti kapitali adekvaatsuse arvutamismeetodeid (kaasati tururisk) ning kapitali adekvaatsuse

<sup>9</sup> Krediitiasutuste allasutuste, peaeetvõtte ja peaeetvõtte muude allasutuste võlakohustused kokku ei tohtinud ületada 20% krediitiasutuse omavahenditest ning krediitiasutuse juhtkonna liikmete, teiste töötajate, 5% või rohkem sissemakstud aktsiakapitali või hääli esindavate aktsionäride, samuti nendega seotud ettevõtete võlakohustused kokku ei tohtinud ületada 20% krediitiasutuse omavahenditest. Pankade laenuportfellid tuli viia uute nõuetega vastavusse 1. jaanuariks 1996.

arvestusse lisati kapitali kolmas kiht<sup>10</sup>. Kõiki usaldatavusnormatiive hakati rakendada ka konsolideeritud arvestuses. Samuti täiendati riskikontsentratsiooni reegleid, valuutariski arvestust ja bilansiväliste tehingute aruandlust. Oluliselt muutus likviidsuse aruandlus ja lisandus investeringute aruanne.

Järelevalve üheks eesmärgiks sai infosüsteemide turvalisus, sest makse- ja sularahaautomaatide levik ning tele- ja Interneti-panganduse kasutuselevõtt nõudsid üha suuremat tähelepanu kõrgtasemel andmekaitse tagamiseks. Seetõttu kehtestati ka infotehnoloogilise auditi tegemise kohustus ning kindlad nõuded krediidiasutuste infosüsteemidele.

Krediidiasutustele kehtestati protseduurinõuded rahapesu tõkestamiseks.

Selle perioodi lõpus oli Eesti krediidiasutustele kohaldatav seadusandlus üldjoontes sarnane arenenud riikide omaga ning näitajate võrreldavus oli tagatud. Järgmiseks eesmärgiks seati Eesti panganduse õigusraamistiku vastavus Euroopa Liidu nõuetele.

## **1995/1996**

1996. aasta alguses hakkasid kehtima **uued krediidiasutuste usaldatavusnormatiivide arvutamise juhendid ja aruandluse uus kord**. Põhjalikult täiendati kapitali adekvaatsuse ja riskikontsentratsiooni määrustikku, oluliselt muutus likviidsuse aruandlus ning uue vormina hakkas kehtima investeringute aruanne.

Eesti Panga presidendi määrusega kehtestati 1996. aasta maikuuks **krediidiasutuste hoolsus- ja protseduurinõuded seaduse rahapesu tõkestamist käsitlevate sätete rakendamisel**. (Rahapesu tõkestamist puudutava peatüki lisamine 1995. aasta algusest kehtima hakanud krediidiasutuste seaduse versiooni oli esimene samm rahapesu tõkestamise raamistiku loomisel.)

## **1997**

1997. aastal toimunud muudatustest on kõige olulisem 1. oktoobril 1997 **kapitali adekvaatsuse miinimummäära tõstmine 8%lt 10%le**.

Juulis 1997 suurendati Eesti omavalitsuste ning nende garanteeritud nõuete riskikaalu seniselt 50%lt 100%le.

---

<sup>10</sup> Omavahendid kauplemisportfelli tururiskide katmiseks (Tier 3).

Oktoobris 1997 kehtestati krediidasutuste **infotehnoloogilise auditi tegemise kohustus** ning üldised nõuded krediidasutuste infosüsteemidele.

Krediidasutuste likviidsuse suurendamiseks kehtestati neile aasta lõpus **lisalikviidsusnõue** (kehtis kuni 1999. aasta lõpuni). Lisalikviidsusnõue täiendas kohustusliku reservi raamistikku, mida sel perioodil samuti edasi arendati (vt ka „Rahapoliitilise raamistiku areng taasiseseisvuse ajal”).

## 1998

1998. aasta aprillis võttis Riigikogu vastu **Hoiuste Tagamise Fondi seaduse**, mis pani aluse Eesti hoiusekindlustuse süsteemile. Seadus jõustus 1998. aasta oktoobris. Seaduse kohaselt tuli luua fond, mis tagaks krediidasutuse maksejõuetuks muutumise korral hoiuste väljamaksmise seadusega ettenähtud ulatuses ja korras. Seaduse jõustumisel tagati nii füüsiliste kui ka juriidiliste isikute hoiused 20 000 Eesti krooni ulatuses ühe hoiustaja kohta. Hoiuste tagamise lõpliku suuruseni – 20 000 eküüni – kavatseti jõuda 15 aasta jooksul. (Hoiuste Tagamise Fond tegutses kuni Tagatisfondi asutamiseni 2002. aastal.)

1998. aasta novembris võttis Riigikogu vastu **rahapesu tõkestamise seaduse**, millega kaotasid kehtivuse krediidasutuste seaduse vastavad sätted. Rahapesu tõkestamise seaduse kohaselt laienesid rahapesu vältimiseks ette nähtud kohustused lisaks krediidasutustele ka finantseerimisasutustele, sealhulgas kindlustusettevõtetele, investeerimisfondidele ja väärtpaberituru kutselistele osalistele.

1998. aasta suuremad muudatused usaldatavusnormatiivide arvestuses olid **tururiski arvestamine** kapitali adekvaatsuse näitaja arvutamisel, **kapitali kolmanda kihi kasutuselevõtt** ja **usaldatavusnormatiivide kehtestamine konsolideeritud arvestuses**.

Täiendati juba varem rakendatud **valuutariski arvestust**, kehtestades Saksa marga ja Eesti krooni ühispositsiooni piiranguks 15% netoomavahenditest, nagu kõigile teistelegi A-tsooni riikide valuutadele.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> B-tsooni riikide valuutade piiranguks jäi 5% netoomavahenditest, kusjuures erandiks olid Läti ja Leedu, mille valuutade piirang on 10% netoomavahenditest. Seoses Euroopa Liidu ühisraha euro käibeletulekuga vaadeldi alates 1. jaanuarist 1999 ühise positsioonina eurot ja Eesti krooni (piirang 15% netoomavahenditest).

Täiustati **bilansivälise tehingute aruandlust**.

1998. aastal töötati välja tegevuskava „**aastaks 2000 valmisoleku**” saavutamiseks 1999. aasta keskpaigaks.

Pankade bilansimahu erakordselt kiire kasvu peatumine ning äkiline aktsiaturu langus 1997. aasta lõpus tekitas pankadele tõsiseid raskusi ja viis 1998. aasta lõpuks suurte tegevuskahjumiteni. **Juhtunu analüüs näitas, et see oli olulisel määral tingitud puudustest pankade üldjuhtimises ja sisekontrolli tegevuses.** Analüüsi tulemusel kajastusid uues krediidasutuste seaduses, mis võeti vastu ja jõustus 1999. aastal.

### **1999–2004: FINANTSSÜSTEEMI TOIMIMISKESKKONNA ARENDAMINE EUROOPA LIIDUGA ÜHINEMISE EEL**

Euroopa Liiduga ühinemise perspektiivi ja panganduse rahvusvaheliste kontaktide tihendamise tõttu oli sel perioodil prioriteediks **pangandust reguleerivate õigusaktide ja järelevalvemetodite ühtlustamine rahvusvaheliste standarditega.**

#### **1999**

9. veebruaril 1999 võttis Riigikogu vastu **krediidasutuste seaduse uue redaktsiooni**, mis jõustus 1. juulil. Krediidasutuste seaduse uus redaktsioon arvestas krediidasutuste tegevust ja nende järelevalvet reguleerivate ELi direktiivide nõudeid ning suurendas pangajärelevalve õigusi ja volitusi kooskõlas rahvusvaheliselt aktsepteeritud nõuetega. Pangajärelevalve sai laiema õigused informatsiooni hankimisel ning pankade ja ka teiste konsolideerimisgrupi ettevõtete kohapealsel kontrollimisel. Uue redaktsiooni mõju kaasaegse panganduskeskkonna kujunemisele Eestis oli märkimisväärne ning sellele järgnes mitme olulise rakendusakti kehtestamine:

- Krediidasutuse likvideerijate ja krediidasutuse ajutise halduri ja pankrotihalduri aruandluse esitamise kord (mai 1999)
- Krediidasutuste usaldatavusnormatiivide uus redaktsioon (juuli 1999)
- Krediidasutuse ja välisriigi krediidasutuse filiaali tegevusloa taotlemise ning väljaandmise kord ja tegevusloa taotlemisel esitavate dokumentide loetelu (juuli 1999)
- Pangas olulise osaluse omandamise loa taotlemise kord ja nõuded koos loataotlusega esitavate dokumentide kohta (oktoober 1999)
- Krediidasutuse juhtide ja teiste krediidasutuste seaduses nimetatud ametikohtadel töötavate isikute nõuetele vastavust kinnitavate andmete esitamise kord ja nende

isikute majanduslike huvide deklareerimise kord (oktoober 1999)

- Krediidiasutuste avaliku aruandluse kord (oktoober 1999)

## 2000

Selleks, et tõhustada krediidiasutuste krediidiriski juhtimist ja saada paremat ülevaadet krediidiasutuste laenuportfelli kvaliteedist, struktuurist ja väärtusest ning selles sisalduvatest riskidest, kehtestati krediidiasutustele **laenude hindamise miinimumnõuded ning ebatõenäoliselt laekuvate nõuete kuludesse kandmise kord**.

2000. aasta alguses tühistati 1998. aasta algusest kehtinud **üldise riskireservi arvestuse kord**. Analüüsi tulemusel leiti, et arvestades pangasektori õigusraamistiku arengut ja krediidiasutuste sisemise riskijuhtimise täiustumist, on vajadus arvestusliku riskireserviga määratletud piirangu järele kadunud.

## 2001/2002

Panganduse arenemisega kaasnevate uute riskide paremaks jälgimiseks ja ELi uuenedu direktiivide ülevõtmiseks osutus vajalikuks täiendada senist, 1999. aastast kehtinud krediidiasutuste kapitali adekvaatsuse arvutamise korda. Uue raamistiku kehtestamise eelduseks olevad muudatused krediidiasutuste seaduses kiitis Riigikogu heaks 2001. aasta sügisel ning **kapitali adekvaatsuse arvutamise uus juhend** jõustus 1. juulil 2002. Uuendatud raamistik vastas täielikult ELi uuenedu direktiividele. Olulisemad uuendused puudutasid võimalust kasutada **tähtaegade ja muude tunnuste poolest sarnaste instrumentide puhul tasaarvestust** krediidiriskile avatud positsiooni vähendamiseks. Samuti lisandus seni puudunud **kauba ja selle tuletisinstrumentide** riski arvestus.

Selleks, et täiendada finantssektori turvavõrgustikku ja suurendada väikehoiustajate ning investorite usaldust finantssektori vastu, koostati 2001. aastal rahandusministeeriumi ja Eesti Panga osalusel **Tagatisfondi seaduse eelnõu**. Riigikogu võttis seaduse vastu 2002. aasta algul. Tagatisfond asutati 2002. aasta juulis.

## 2003

Aastaid 2001–2003 iseloomustas välisraha senisest ulatuslikum kaasamine pankade poolt ning eraisikute suurenenud aktiivsus laenuvõtmisel. Seetõttu pidas Eesti Pank vajalikuks võtta mõningaid meetmeid ja teavitada avalikkust võimalikest probleemidest.

**Eesti Pank juhtis koos finantsinspeksiooniga pankade tähelepanu laenumahu kiire kasvuga kaasnevatele ohtudele. Rõhutati vajadust teavitada kliente laenamisega kaasnevatest riskidest ning juhtida nende tähelepanu võla teenindamise kulude võimalikule suurenemisele tulevikus.**

Eesti Pank tegi valitsusele ettepaneku **vaadata üle senised riigi pakutavad eraisikute laenamist soodustavad instrumendid.**

2003. aastal muudeti pankade kapitali adekvaatsuse raamistiku valuuta- ja tururiski konsolideeritud arvestust. **Kadus võimalus turu- ja valuutariske kajastavaid positsioone tütarettevõtete vahel tasaarvestada.**

#### **2004–2007: LÕIMUMINE EUROOPA LIIDU PANGANDUSRAAMISTIKUGA**

Seda perioodi iseloomustasid ühelt poolt Eesti saamine Euroopa Liidu liikmeks ja sellega kaasnenud arengutõuge, teisalt aga algav majanduse jahtumine ja esimesed märgid ebakindlusest üleilmsetel finantsturgudel. Tähtsusust rahvusvaheline koostöö finantsjärelevalve vallas.

Suur põhimõtteline muudatus panganduse normatiivses keskkonnas oli Basel II (uendatud riskitundlikum kapitali adekvaatsuse arvutamise kord) põhineva usaldatavusnormatiivide raamistiku kasutuselevõtt.

#### **2004**

2004. aasta muudatused pangandust reguleerivates õigusaktides olid eelkõige seotud Eesti saamisega Euroopa Liidu liikmeks. Krediidiasutuste seaduse muudatused olid seotud krediidiasutuse likvideerimise ja saneerimise direktiivi ühtlustamisega, samas täpsustati tegevusloa taotlemise protseduure ning turuosaliste ja finantsinspeksiooni vahelisi suhteid. Üks olulisi muudatusi oli **ELi ühtse tegevuslitsentsi põhimõtete** kasutuselevõtt – teises liikmesriigis tegutseva krediidiasutuse filiaali puhul asendus tegevusloa taotlemise kohustus teavitamiskohustusega.

Eesti ühinemine Euroopa Liiduga tõi kaasa muudatusi ka pankade usaldatavusnormatiivides. Krediidid- ja valuutariski arvutamisel arvati kõik **uued ELi riigid madalamat riski kandvate ehk A-tsooni riikide hulka**. Varasemalt kohalikele omavalitsustele ja investeerimisühingutele sätestatud 50% suurune riskikaal viidi ELi direktiiviga sätestatud 20% tasemele.

## 2005

2005. aasta oktoobris võttis Riigikogu vastu **e-raha asutuste seaduse**.

2005. aasta kõige olulisem pangandusmäärustiku muudatus oli kapitali adekvaatsuse arvutamisel kasutatava **eluasemelaenude riskikaalu tõstmine 50%lt 100%le**.

## 2006

2006. aastal jõudis lõpule Euroopa Liidu **uue kapitali adekvaatsuse arvutamist sätestava direktiivi ülevõtmine Eesti õigusraamisikku**. See tähendas ulatuslike muudatuste tegemist olemasolevas krediidasutuste seaduses ning uue usaldatavusnormatiivide määruse väljatöötamist. Eesti Panga määrusega sätestati üksikasjalikud reeglid uue kapitali adekvaatsuse raamistiku põhjal arvutatava kapitalinõude määra arvutamiseks. Peamiseks erinevuseks võrreldes ELi direktiiviga on see, et **Eestis on üldine kapitalinõude määr nii krediidi- kui ka tururiski jaoks jäetud endiselt 10% tasemele**.

## 2007

2007. aasta lõpus täiendati sama aasta 1. jaanuarist kehtima hakanud Basel II põhist usaldatavusnormatiivide rakendamise ja arvutamise korda. Kuigi laenumahu kasv oli hoogsalt raugemas ja laenukoormuse suhe majapidamiste kasutatavasse tulusse stabiliseerumas, olid laenukoormuse kiire kasvuga seotud riskid endiselt kõrged. Seetõttu otsustas Eesti Pank **kehtestada 2008. aastaks Basel II põhises usaldatavusnormatiivide rakendamise korras eluasemelaenude riskikaaluks 60%**.

# HINNASTABIILSUS JA MAJANDUSKASV

**Tõlge Euroopa Keskpanga kuubülletäänist, mai 2008**

Tänapäevase rahapoliitika üldlevinud arusaama järgi kahjustab inflatsioon makromajanduslikku suutlikkust. Rahapoliitika saab aidata kõige tõhusamalt kaasa jätkusuutliku majanduskasvu, töökohtade loomise, jõukuse suurenemise ja sotsiaalse sidususe tagamisele just hinnastabiilsuse säilitamise abil. Inflatsioon mõjutab majanduskasvu negatiivselt mitme eri kanali kaudu. Eeskätt on inflatsioonilises keskkonnas keeruline eristada muutusi suhtelistes hindades (millega kaasnevad muutused ressursside paigutuses) üldise hinnataseme muutustest (mis sellist muutust ei tingi), millega omakorda kaasneb majanduslike ressursside ebaefektiivne jaotus, tootmistegurite tootlikkuse alanemine ning üldise makromajandusliku suutlikkuse vähenemine. Samuti avaldab inflatsioon negatiivset mõju kapitali akumulatsioonile ning üldisemalt majanduse pikaajalisele tootmispotentsiaalile, seda eeskätt maksusüsteemi mitte-indekseerimise tõttu. Asjaolu, et amortisatsioonist tulenevaid maksuvähendusi ei indekseerita, põhjustab süstemaatilisi moonutusi ettevõtete investeerimisotsustes, kus kõrge inflatsiooni korral investeeritakse enam lühiajalistesse kapitalikaupadesse ja varudesse pika kasutuseaga kapitalikaupade asemel. Esiteks on see tingitud asjaolust, et kõrget inflatsiooni on aegade jooksul seostatud hindade suurema varieeruvusega, mis takistab üldise makromajandusliku määramatuse suurenemise tõttu kapitali akumulatsiooni. Teiseks, kuna riskivabadele nominaalsetele intressimääradele on lisatud inflatsiooni riskipremia, on inflatsiooni määramatuse tõttu reaalsed intressimäärad kõrgemad, kui nad seda muidu oleksid. See aga pärsib kapitali akumulatsiooni veelgi. Empiirilised uurimused kinnitavad negatiivset seost inflatsiooni ja kogutoodangu kasvu vahel, kus inflatsiooni püsiva kasvuga 100 baaspunkti ulatuses kaasneb kogutoodangu langus 10–30 baaspunkti mahus.

Käesolevas artiklis selgitatakse põhjusi, miks eeldatakse, et inflatsioon avaldab reaalsele majandustegevusele süstemaatiliselt ebasoovitavat mõju, ning antakse osaline ülevaade inflatsiooni ja majanduskasvu vahelisi seoseid käsitlevatest empiirilistest uurimustest. Nüüdisaegsete teaduskäsitluste üksmeelset arvamust, et inflatsioon mõjub reaalsele majandustegevusele pärssivalt, võib pidada mõjuvaks põhjenduseks andmaks keskpankadele otsesed volitused hinnastabiilsuse säilitamiseks, olles argumentina isegi olulisem traditsioonilisest rahapoliitika neutraalsuse nõudest. Sel viisil rahapoliitika mitte üksnes ei minimeeri inflatsiooniga seotud kulusid, vaid aitab ka maksimeerida majanduse pikaajalist tootmispotentsiaali.

## SISSEJUHATUS

Tänapäevase rahapoliitika üldlevinud arusaama järgi kahjustab inflatsioon makromajanduslikku suutlikkust ning seega saab rahapoliitika aidata kõige tõhusamalt kaasa jätkusuutliku majanduskasvu, töökohtade loomise, jõukuse suurenemise ja sotsiaalse sidususe tagamisele hinnastabiilsuse säilitamise kaudu. Selline arusaam kujunes välja pärast suuri majanduslikke vapustusi, mis kaasnesid 1970ndate kõrge inflatsiooni perioodiga. Kuna kõrget inflatsiooni



on seostatud paljude riikide puhul süstemaatiliselt madalama makromajandusliku suutlikkusega nii kogutoodangu kasvu kui ka tööpuuduse taseme osas, siis toimis 1970ndate kõrge inflatsioon põhimõtteliselt ulatusliku eksperimendina, mis aitas paremini mõista mitmete majandusnäitajate vaheliste struktuursete seoste olemust. Kirjeldades inflatsiooni negatiivset mõju makromajanduslikule suutlikkusele pani see episood aluse nii poliitikute kui ka teadlaste ühisele arusaamale, et hinnastabiilsuse poole püüdlemine peaks olema rahapoliitika peamine eesmärk.

### **Inflatsiooni ja majandusaktiivsuse vahelise kompromissi suhtes üksmeelele jõudmine**

Pikaajalises plaanis tuleb märkida, et praeguseks on konsensuse osas jõutud samasse punkti, kus oldi viiekümne aasta eest, mil formuleeriti nn Phillipsi kõver. Enne seda, kui avaldati A.W. Phillipsi uurimus tööpuuduse ja inflatsiooni vahelistest seostest Ühendkuningriigis<sup>1</sup>, olid nii majandusteadlased kui ka poliitikud veendunud, et inflatsioon kahjustab makromajanduslikku suutlikkust.<sup>2</sup> Ühendkuningriiki käsitlevatel, peaaegu tervet sajandit hõlmavatel andmetel põhinevat Phillipsi uurimuse järeldust, et tööpuuduse ja inflatsiooni vahel on negatiivne seos, tõlgendasid paljud kui poliitikutele antud võimalust valida inflatsiooni ja tööpuuduse eri kombinatsioonide vahel. Eriti peeti siinkohal silmas, et ühiskonnal tuleb leida kompromiss püsivalt kõrgema inflatsioonimäära ja makromajanduse järjepideva jõulise arengu vahel.

1960. aastatel avaldatud uurimus<sup>3</sup>, mis oli suuresti inspireeritud Phillipsi kõvera paradigmast, pakkus välja veel ühe kõrgemast inflatsioonist tuleneva võimaliku kasu: suurendades raha hoiustamise kulusid võib kõrgem inflatsioonimäär anda majandusagentidele põhjuse paigutada osa oma varast „mittetootliku“ raha asemel füüsilisse kapitali, soodustades niiviisi kapitali akumulatsiooni ja suurendades kapitali hulka töötaja kohta, ning seeläbi ka sisemajanduse kogutoodangut.

Need seisukohad põhjustasid rohkelt vastuväiteid. Arvamust, et ühiskond saab oma äranägemise järgi leida pideva kompromissi ühelt poolt inflatsiooni ja teiselt poolt töötuse ja majanduskasvu vahel, kritiseeriti selles osas, millist mõju avaldaks püsiv inflatsioon lõppkokkuvõttes majandusagentide ootustele ning selle kanali kaudu ka Phillipsi kõvera stabiilsu-

<sup>1</sup> Vt Phillips, A.W. (1958). The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957. *Economica*, 25(november), lk 283–299.

<sup>2</sup> Näiteks 1958. aasta augustis väitis Föderaalreservi esimees William McChesney Martin Jr, et „[...] kui inflatsioon peaks taas tõusma hakkama, võib juhtuda, et töötute arv ajutiselt väheneb [...], kuid pikemas perspektiivis on oodata töötuse märkimisväärset suurenemist. Kui inflatsioonitempo peaks tõesti hoogustuma, võib tööpuudus suureneda kümne või viieteist miljonini“ (Romer, D., Romer, C. (2002a). A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950s. *American Economic Review*, 97(2), lk 123). 1958. aastal oli USAs umbes viis miljonit töötut.

<sup>3</sup> Vt Tobin, J. (1965). Money and Economic Growth. *Econometrica*, 32, lk 671–684.

sele. Selle suuna kolm väljapaistvat toetajat – E. Phelps, M. Friedman ja R. Lucas<sup>4</sup> – kirjeldasid, kuidas püsivalt kõrgem inflatsioon kajastuks automaatselt majandusagentide ootustes, tuues kaasa kõrgemad palgad, suuremad tootmiskulud, madalama tööhõive ja sellest tulevalt inflatsiooni ja majanduskasvu vahelise positiivse seose puudumise.

Rahapoliitika neutraalsuse taasavastatud põhiprintsiip – mille kohaselt saab rahapoliitika abil mõjutada üksnes nominaalseid näitajaid, samas kui reaalseid näitajaid mõjutavad keskpangade kontrolli alt väljas olevad reaalsed tegurid – osutas asjaolule, et tootmise tasakaalutasemest kiirema makromajandusliku arengu pidevale toetamisele suunatud rahapoliitika ainsaks tulemuseks oleks püsivalt kõrgem inflatsioonimäär. Sellega aga ei kaasneks reaalse majandusaktiivsuse seisukohalt mingit pikaajalist kasu.

Kõrge inflatsioon 1970ndatel toetas kindlat veendumust, et inflatsiooni ja majanduskasvu vaheline seos ei ole positiivne ning eelmise kümnendi majanduspoliitilised kogemused ei ole üheselt ülevõetavad. Kuid 1970ndate madala makromajandusliku suutlikkuse järelmõju oli veelgi tugevam, kui seda oleks võinud eeldada arvamuse põhjal, et inflatsiooni mõju majanduskasvule on neutraalne. Kirjeldades selget seost kõrgema inflatsiooni ning süstemaatiliselt madalama makromajandusliku suutlikkuse vahel võib 1970ndate kogemuse põhjal arvata, et pikaajaline seos inflatsiooni ja majanduskasvu vahel on tegelikult negatiivne – püsivalt kõrgema inflatsiooniga kaasneb kogutoodangu, reaalsete sissetulekute ja majandusliku heaolu pidev vähenemine.<sup>5</sup>

Alates 1970ndatest on suur hulk uurimusi kirjeldanud riikide ristandmete kui ka aegridade lõikes nende kanalite mõju, mille kaudu kahjustab kõrgem inflatsioon süstemaatiliselt üldist makromajanduslikku suutlikkust. Järgmises osas käsitletaksegi neid mehhanisme üksikasjalikult. Seejärel antakse ülevaade empiirilistest uuringutest, mis toetavad üldlevinud arusaama, et rahapoliitika vahenditest on hinnastabiilsuse säilitamine parim võimalus majanduskasvu toetamiseks. Lõpuosas arutletakse mõningate aspektide üle, mis seostuvad rahaasutuste funktsioonide määratlemisega.

---

<sup>4</sup> Vt Phelps, E. (1967). Phillips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment Over Time. *Economica*, 34, lk 254–281; Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58, lk 1–17; Lucas, R.E. Jr. (1972). Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, 4(aprill), lk 103–124.

<sup>5</sup> Intellektuaalse keskkonna muutumist illustreeris Milton Friedmani 1977. aasta Nobeli preemia kõne

## INFLATSIOONI NEGATIIVNE MÕJU MAJANDUSAKTIIVSUSELE

Majandusteadlased on välja pakkunud mitu põhjust, miks inflatsioon mõjub reaalsele majandusaktiivsusele negatiivselt. Järgnevalt vaatlemegi neid lähemalt.

Esiteks on hästitoimiva turumajanduse seisukohalt äärmiselt oluline hinnasüsteemi - turumajanduse põhilise infokandja - võime tagada ressursside efektiivne paigutus. Seda silmas pidades seostub inflatsioonist tingitud peamine kahju asjaoluga, et inflatsioonilises keskkonnas on tunduvalt keerulisem eristada suhteliste hindade muutusi (millega kaasnevad muudatud ressursside paigutused) üldise hinnataseme muutustest (mis sellist muutust kaasa ei too). Kui suhteliste hindade muutusega ei kaasne muutusi keskmises hinnatasemes, oleks hinnamuutusi kõrge inflatsiooni tingimustes lihtsam tõlgendada. Eristamine oleks ühtemoodi keeruline nii kõrge kui ka madala inflatsiooni korral, kuid ülanimetatud signaalide eristamise küsimus avalduks sarnaselt nii kõrge kui madala inflatsiooni tingimustes. Erinevatel aegadel on siiski täheldatud suhteliste hindade varieeruvuse tugevat positiivset seost keskmise hinnataseme muutusega. Seega võib väita, et tegelikkuses on kõrgem inflatsioon seotud suhteliste hindade suurema varieeruvusega. Arvestades asjaolu, et selliste kõikumiste suurenedes on majandusagentidel automaatselt keerulisem eristada signaali (st suhteliste hindade muutusi) müra (st muutustest üldises hinnatasemes)<sup>6</sup>, on ootuspärane, et inflatsiooni suurenemine soodustab ressursside väärpaigutamist ja toob kokkuvõttes kaasa üldise makromajandusliku suutlikkuse vähenemise. Tõenäoliselt osutusid 1970ndate keskpärase majandusliku suutlikkuse puhul määravaks just selle perioodi äärmiselt kõikumvad inflatsioonimäärad. Suure tõenäosusega muutis selline volatiilsus ettevõtete jaoks vaadeldavate hinnamuutuste – olgu need siis tingitud muutusest konkreetse kauba suhtelises nõudluses või suhtelises pakkumises või kajastades lihtsalt sarnast proportsionaalset muutust üldises hinnatasemes – tõlgendamise ja sellistele muutustele vastavalt reageerimise väga keeruliseks.

Teiseks mõjutab inflatsioon reaalselt majandusaktiivsust nn kapitali akumulatsioonikanali kaudu. Enamiku investeerimisprojektide peamiseks tunnuseks on nende suuresti pöördumatu iseloom.<sup>7</sup> Teisisõnu, kui turutingimused osutuvad tagantjärele varemeldatust halvemaks, ei ole suurt osa algsetest investeerimiskuludest võimalik enam tagasi saada. Uurimused on näidanud, et sellistes tingimustes on investeerimisotsused üldjuhul väga tundlikud investeringu tulude suurema määramatuse suhtes, nii et isegi riski mõõdukas suurenemine – olenemata sellest, kas põhjused on makromajanduslikud või muud laadi – võib mõjutada investeerimiskulutusi väga negatiivselt. Ajaloolises plaanis on ilmnunud tugev positiivne seos

<sup>6</sup> See oli ka keskne teema Robert E. Lucas Jr.'i 1972. aastal avaldatud artiklis „Expectations and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory*, 4(aprill), lk 103–124.

<sup>7</sup> Sel teemal on olemas palju akadeemilist kirjandust. Hea materjal on Pindyck, R., Solimano, A. (1993). *Economic Instability and Aggregate Investment*. – NBER Macroeconomics Annuals 1993. / Blanchard, O.J., Fischer, S. (toim.). Cambridge: The MIT Press.

inflatsioonikõikumiste ja keskmise inflatsioonitaseme vahel.<sup>8</sup> See omakorda tähendab, et tegelikkuses on kõrgem inflatsioon seotud hinnataseme suurema varieeruvusega – ja seetõttu ka suurema määramatusega –, mis avaldab investeringutele negatiivset mõju.<sup>9</sup>

Tabel 1 pakub selles osas kinnitust, kajastades tarbijahindade muutuse keskväärtust ja standardhälvet euroalal, USAs, Jaapanis, Ühendkuningriigis, Kanadas, Austraalias, Rootsis ja Šveitsis aastakümnete lõikes. Inflatsioonitaseme ja inflatsiooni volatiilsuse vaheline seos on väga tugev, eriti USA, Ühendkuningriigi, Kanada ja Šveitsi puhul. Seega, muude tingimuste samaks jäädes pärsib kõrgem inflatsioon makromajandusliku ebakindluse suurenedes tõenäoliselt investeerimisotsuseid, tekitades kokkuvõttes olukorra, kus kapitalituru tehingute maht on väiksem, kui see oleks olnud muul juhul.

**Tabel 1. Keskmine inflatsioonimäär ja standardhälbed aastakümnete lõikes**

	euroala*		USA		Jaapan		Ühendkuningriik	
	Keskmine	St. hälve	Keskmine	St. hälve	Keskmine	St. hälve	Keskmine	St. hälve
1950ndad	-	-	2,1	2,4	3,2	6,9	1,8	1,6
1960ndad	3,3	1,0	2,4	1,5	5,4	1,7	3,5	1,5
1970ndad	8,8	2,0	7,1	2,8	9,1	6,0	12,6	5,7
1980ndad	5,9	3,2	5,5	3,5	2,4	2,4	7,5	4,5
1990ndad	2,6	1,1	3,0	1,1	1,2	1,3	3,7	2,4
2000ndad**	2,2	0,3	2,8	0,9	-0,4	0,4	2,8	0,9
	Kanada		Austraalia		Rootsi		Šveits	
	Keskmine	St. hälve	Keskmine	St. hälve	Keskmine	St. hälve	Keskmine	St. hälve
1950ndad	1,8	1,0	1,6	0,4	-	-	-	-
1960ndad	2,5	1,3	2,5	1,5	3,9	1,6	2,9	0,9
1970ndad	7,4	2,9	9,8	4,1	8,6	2,2	5,0	3,2
1980ndad	6,5	3,2	8,4	2,2	7,9	3,1	3,3	1,8
1990ndad	2,2	1,7	2,5	2,1	3,3	3,7	2,3	2,1
2000ndad**	2,3	0,8	3,3	1,2	1,4	0,9	1,0	0,5

\* 1960ndate näitaja puhul on tegu Saksamaa, Prantsusmaa ja Itaalia inflatsioonimäärade tavalise keskmisega.

\*\* Hõlmab ajavahemikku 2000–2007.

<sup>8</sup> Vt nt Kiley, M. (2007). Is Moderate-To-High inflation Inherently Unstable? *International Journal of Central Banking*, 3(2), lk 173–201.

<sup>9</sup> Ascari ja Ropele hiljutine uurimus näitab, et standardsetes uuskeinsistlikes mudelites seostatakse inflatsioonitrendi tõusu süstemaatiliselt üldise makromajandusliku volatiilsusega ja seega ka inflatsiooni varieeruvuse suurenemisega. Vt Ascari, G., Ropele, T. 2007. aasta uurimus „Trend inflation, Taylor principle and indeterminacy”, mida tutvustati konverentsil „Defining price stability: Theoretical options and practical experience”, Frankfurt am Main, 26.-27. november 2007. Ettekanne on saadaval veebiaadressil <http://www.ecb.europa.eu/events/conferences/html/dps.en.html>.

Inflatsiooni negatiivset mõju kapitali akumulatsioonile võimendab kolmas, sisuliselt sarnane mehhanism. Üldjuhul nõuab majandusagent kõrge inflatsiooni määramatuse tingimustes ressursside paigutamise eest konkreetseesse investeerimisprojekti ebakindlusega kaasneva riski kompenseerimist ulatuses, mille võrra risk ületab tasuvusläve, mida majandusagent oleks nõudnud kindlustunde korral. Realistlike eelduste korral on selline lisakompensatsioon ehk riskipreemia seda suurem, mida suurem on määramatus inflatsiooni suuruse suhtes. Lisades riskivabadele nominaalsetele intressimääradele inflatsiooni riskipreemia, tõstab määramatus inflatsiooni suhtes seega reaalsed intressimäärad kõrgemale, kui nad muidu oleksid, takistades seeläbi lisaks eelmises lõigus mainitud teguritele kapitali akumulatsiooni veelgi.

Neljas tegur, mille kaudu inflatsioon mõjutab majandusaktiivsust negatiivselt, tuleneb asjaolust, et inflatsiooni korral kalduvad nii majapidamised kui ka ettevõtted kulutama palju aega ja ressursse, proovides kaitsta oma vara inflatsiooni eest, selle asemel et tegeleda tootlikuma tegevusega. Inflatsioon toimib n-ö rahaliste hoiuste maksuna, kus maksumäär vastab inflatsioonimäärale ja maksubaas rahaliste hoiuste kogumahule. Majapidamiste ja ettevõtete aja- ja ressursside optimaalse paigutamise moonutuse tulemusena halveneb paratamatult makromajanduslik suutlikkus tervikuna.

Viies negatiivsete mõjurite rühm tuleneb inflatsiooni ja maksusüsteemi vastastikusest toimest,<sup>10</sup> mida võib käsitleda erinevatest vaatenurkadest. Näiteks põhjustab asjaolu, et amortisatsioonist tulenevaid maksuvähendusi ei indekseerita, süstemaatilisi moonutusi ettevõtete investeerimisotsustes, kus kõrge inflatsiooni korral – muude tingimuste samaks jäädes – investeeritakse enam lühiajalistesse kapitalikaupadesse ja varudesse pika kasutuseaega kapitalikaupade asemel. Selline efekt võimendab juba varasemalt nimetatud, inflatsiooni määramatusest tulenevat negatiivset mõju pikaajalistele investeeringutele ning põhjustab olukorra, kus pikemas perspektiivis on kapitalituru tehingute maht majanduses väiksem, kui ta oleks olnud muul juhul, vähendades omakorda majanduse pikaajalist tootmispotentsiaali. Samamoodi toob asjaolu, et progresseeruva tulumaksusüsteemi korral ei pruugi maksumäärad olla täielikult indekseeritud inflatsioonist tuleneva hinnatasemetete muutuse suhtes, kaasa selle, et aja jooksul määrab inflatsioon tegeliku maksukoormuse tõusu. Maksustamisjärgse reaalpalga ja säästude teenitud tulu vähenemine inflatsiooni tõttu võib keskmises perspektiivis viia vastavalt tööjõu ja kapitali pakkumise vähenemiseni, mis omakorda kärbib majanduse pikaajalist kasvupotentsiaali.

Kuues ja viimane mehhanism, mille kaudu inflatsiooni määramatus mõjutab makromajandus-

<sup>10</sup> Seda on ulatuslikult käsitletud Martin Feldstein mitmes oma uurimuses. Vt nt Feldstein, M. (1997). *The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability. – Reducing Inflation: Motivation and Strategy.* / Romer, D., Romer, C. (toim.). The University of Chicago Press; ja Feldstein, M. (1999). *Capital Income Taxes and the Benefits of Price Stability. – The Costs and Benefits of Price Stability.* / Feldstein, M. (toim.). The University of Chicago Press.

likku suutlikkust negatiivselt, on seotud selle mõjuga inflatsiooniootuste kinnistumisele. Hiljutised uurimused<sup>11</sup> on näidanud, et hinnastabiilsusele keskendunud rahapoliitiliste režiimide korral on inflatsiooniootused enamasti tugevalt kinnistunud ega reageeri tundlikult makromajanduslikele muutustele. Seevastu rahapoliitilistes süsteemides, kus hinnastabiilsus pole selgelt määratletud, kiputakse inflatsiooniootusi uuematest makromajanduslikest andmetest lähtudes korrigeerima. Esimese režiimi korral võib seda selgitada majandusagentide käitumisega, kes kalduvad oma prognoosides uute majandusandmete ilmumise mõju osas tulevastele inflatsiooninäitajatele alahindama keskpanga stabiliseerivat reaktsiooni ning eeldavad, et selline reaktsioon kompenseerib suures osas šoki kahjuliku mõju inflatsioonile keskmises perspektiivis. Selline vaade aitab eraldada praegused inflatsiooniootused võimalikest segadustekitavatest uudistest. Selle mehhanismi mõju võib omakorda avalduda kahel viisil. Esiteks, kuna hinnakujundus sõltub osaliselt majandusagentide ootustest tulevase inflatsiooni suhtes, pehmendab selline inflatsiooniootuste kinnistumine makromajanduslike šokkide mõju tegelikule inflatsioonile. Teiseks, kui võrd inflatsioon ei reageeri makromajanduslikele šokkidele tundlikult, võib keskpank võtta mis tahes võimalike edasiste ebasoodsate arengutendentside suhtes vähemagressiivse hoiaku. Mõnes mõttes – kui võrd inflatsiooniootused ja tegelik inflatsioon tasakaalustavad teineteist – saab keskpank lubada endale mõõdukamat ja püsivamat poliitikakurssi, kui see oleks võimalik vähem kinnistunud inflatsiooniootuste korral. See ilmestab selgelt kõrge usaldusväärusega kaasnevaid eeliseid: kuna erasektor peab keskpanga inflatsiooni stabiliseerijana usaldusväärseks, on keskpanga ülesanne selle võrra lihtsam, kui see oleks olnud väiksema usaldusvääruse korral. Lõpptulemuseks pole seega mitte ainult stabiilne inflatsioon, vaid ka intressimäärade väiksem varieeruvus võrreldes muude juhtudega. See omakorda aitab kaasa tarbimis- ja investeerimisotsuste kujunemisele, loob paremini ettearvatava keskkonna ning soodustab seeläbi majanduskasvu.

Selles suhtes on võrdlus praeguse majandusolukorra ja 1970ndate osas väga õpetlik. Mõlemal juhul on toormehinnad märgatavalt ja püsivalt tõusnud, mis, arvestades ettevõtete kulustruktuuri, avaldab survet lõpptoodangu hinnale. Sellele sarnasusele vaatamata on makromajanduslikud tulemid kahe eelnimetatud perioodi puhul siiski üsna erinevad. 1970ndatel tõusid paljudes Euroopa riikides järsult nii inflatsiooniootused kui ka tegelik inflatsioon ning vähenesid märkimisväärselt nii ettevõtete kasumlikkus kui ka tööhõive. Kuna selleaegses rahanduskeskkonnas puudus varemtoiminud Bretton Woodsi süsteemile iseloomulik stabiilsus, suurenes paljudes riikides inflatsiooniootuste varieeruvus ning ootused hakkasid peegeldama korduvaid naftahindade šokke. Sellistes tingimustes olid keskpangad sageli sunnitud nn inflatsioonispiraali kontrollimiseks võtma äkilisi ja tõsiseid inflatsioonivastaseid meetmeid, mis pigem soodustasid kui ohjeldasid makromajanduslikku volatiilsust. Seevastu

---

<sup>11</sup> Vt eeskätt Ehrmann, M., Fratzscher, M., Gürkaynak, R.S., Swanson, E. (2007). Convergence and anchoring of yield curves in the euro area. *ECB Working Paper*, 817, oktoober 2007; Beechey, M.J., Johannsen, B.K., Levin, A.T. (2007) Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States? *CEPR Working Paper*, 6536, oktoober 2007.

viimastel aastatel täheldatud naftahinna tõus ei toonud inflatsiooniootustes kaasa suuremat segadust, mistõttu keskpankade reaktsioonid olid suhteliselt paremini mõõdetavad.

Olles teoreetilises plaanis arutlenud põhjuste üle, miks kõrge ja varieeruv inflatsioon peaks mõjutama makromajanduslikku suutlikkust üldjuhul negatiivselt, antakse järgnevalt ülevaade empiirilistest tulemustest.

## **EMPIIRILISED UURIMUSED**

Järgnevalt antakse ülevaade kaasaegsete käsitluste ühist seisukohta toetavast empiirikast. Selle osa peamine sõnum on, et nii riikide ristandmete kui ka aegridade lõikes tehtud uurimused kirjeldavad selgelt inflatsiooni kahjulikku mõju majandusaktiivsusele.

### **Riikide ristandmetel põhinevad uurimused**

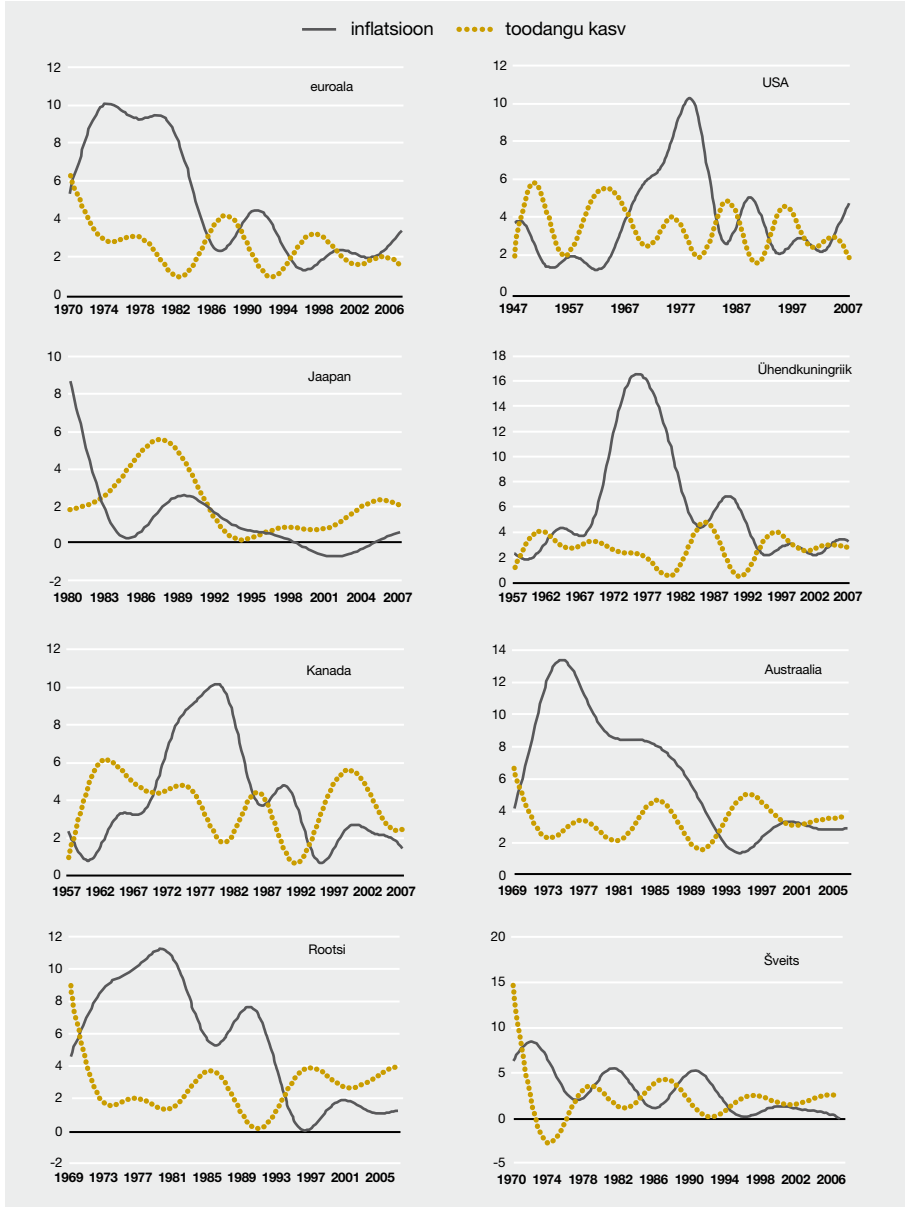
Negatiivne seos inflatsiooni ja majandusliku suutlikkuse vahel, mis oli eriti ilmne 1970ndatel, ei piirdu üksnes selle perioodiga. Mitmes uurimuses<sup>12</sup> on kirjeldatud inflatsiooni ja kogutoodangu kasvu vahelist negatiivset seost (jättes välja muude makromajanduslike muutujate mõju) mitmes riigis Teise maailmasõja järgsel perioodil. Näiteks 100 riiki ja ajavahemikku 1960–1990 hõlmanud valimile tuginevast uurimusest selgus, et inflatsiooni tõusuga 10 protsendipunkti võrra kaasnes kogutoodangu kasvu vähenemine 0,2–0,3 protsendipunkti võrra aastas.<sup>13</sup>

Selline negatiivne seos püsib, kui inflatsioon asendada mõne teise samamoodi käituva makromajandusliku näitajaga, võtmaks arvesse inflatsiooni ja kogutoodangu üheaegset kindlaksmääramist makromajanduslikus kontekstis. Üks selliseid muutujaid on varasem inflatsioon. Nagu varasemad uurimused on näidanud, olid inflatsioonimäärad Teise maailmasõja järgsel perioodil paljudes riikides üldjuhul väga jäigad selles mõttes, et inflatsiooni kõrvalekalldumene keskmisest tasemest ühel perioodil toimis hea indikaatorina järgmiste perioodide kõrvalekallete suhtes. Siis tulenes selline tendents suuresti 1970ndate nn kõrge inflatsiooniga seotud inflatsioonimäärade kõikumisest paljudes riikides ja pärastisest järkjärgulisest stabiliseerumisest. Viimastel aastatel sellist tendentsi eelnimetatud riikides ja majanduspiirkondades (nt euroalal) siiski välja tuua ei saa, kuna rahapoliitilised režiimid on võtnud selgeks eesmärgiks hinnastabiilsuse tagamise.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Vt Fischer (1993), *op. cit.*; De Gregorio, J. (1993). Inflation, Taxation, and Long-Run Growth. *Journal of Monetary Economics*, 31, lk 271–298; Barro, R.J. (1996). Inflation and Growth. *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review*, mai/juuni 1996; ning Andres, J., Hernando, I. (1999). Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD. – The Costs and Benefits of Price Stability. / Feldstein, M. (toim.). The University of Chicago Press.

<sup>13</sup> Vt Barro, R.J. (1996, *op. cit.*).

<sup>14</sup> Vt Benati, L. (2008). Investigating Inflation Persistence Across Monetary Regimes. *Quarterly Journal of Economics*, ilmumas, kättesaadav ka sarja *ECB Working Paper* raames, nr 851, jaanuar 2008.



**Joonis 1. Inflatsiooni ja toodangu kasvu vähevolatilised komponendid (aastane muutus protsentides)**

Allikas: EKP arvutused.



Seega võib Teise maailmasõja järgse perioodi inflatsiooninäitajaid pidada praeguse inflatsioonitrendi seisukohast kõnekaks muutujaks ehk tehniliselt väljendudes „instrumendiks”. Nagu paljudes uuringutes ilmneb, annab varasemate perioodide inflatsiooninäitajate asendamine praeguste inflatsiooninäitajatega kvalitatiivselt sama tulemuse, kusjuures negatiivne seos inflatsiooni ja majanduskasvu vahel on taas statistiliselt oluline. Kvantitatiivse rahateooria kohaselt annab inflatsiooninäitaja asendamine rahaagregaatide kasvumääraga kvalitatiivselt samasuguse tulemuse<sup>15</sup>, kusjuures rahamassi kasvumäär 10protsendipunkti tõus toob kaasa kogutoodangu kasvu vähenemise 0,2 protsendipunkti võrra.

Kokkuvõttes võib öelda, et inflatsiooni ja kogutoodangu vahelist seost käsitlevas rahvusvahelises erialakirjanduses kirjeldatakse selgelt negatiivset seost kõrgema inflatsiooni ja majanduskasvu vahel, kusjuures kõrgema inflatsiooniga riikides on majanduskasv süstemaatiliselt väiksem.

## Aegridade analüüs

Kui riikide ristanametel põhinevad uurimused lubavad teha oletusi selles osas, kuidas võivad institutsioonilised erinevused riikide rahasüsteemide lõikes mõjutada nende suhtelisi kasvuväljavaateid, siis aegridade analüüsi abil on võimalik hinnata, mil määral majanduskasv ja inflatsioon ajas koos muutuvad.

Esmaseks lähenemiseks oleks siinkohal inflatsiooni ja kogutoodangu kasvu trendikomponentide muutuste võrdlus.<sup>16</sup> Joonisel 1 on esitatud tarbijahinna indeksi muutuse ja reaalse SKP kasvu tasandatud aegread valitud riikide lõikes Teise maailmasõja järgsel perioodil, eesmärgiga eemaldada liiga madala sagedusega kõikumised ehk väga aeglased muutused.<sup>17</sup> Selliste liiga madala sagedusega statistiliste kõikumiste eemaldamine on oluline aegridade trendikomponenti leidmise seisukohast, mis mõjutab vastavat muutujat piisavalt pika ajaperioodi jooksul. Märkimisväärselt tugev negatiivne statistiline seos kahe eelnimetatud näitaja aegridade liiga madala sagedusega komponentide vahel on selgelt nähtav, kusjuures

<sup>15</sup> Vt Barro, R.J. (1996, *op. cit.*).

<sup>16</sup> Nt Clark on sellist lähenemist rakendanud toodangu kasvu asemel tootlikkuse kasvule (Clark, P.K. (1982). Inflation and the Productivity Decline. *American Economic Review*, 72(2), lk 149–154). Clark viitas eelkõige sellele, et tootlikkuse kasvu aeglustumine 1970ndatel toimus toleaeegse kõrge inflatsiooni tõttu. Vt ka Clarki vaimus kirjutatud hilisem analüüs: Sbordone, A., Kuttner, K. (1994). Does Inflation Reduce Productivity? *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, november/detsember.

<sup>17</sup> Liiga madala sagedusega kõikumised eemaldatakse nn statistilise filtriga (ingl *k band-pass filter*, eesti k ribafiltriga), mida on kirjeldanud Christiano ja Fitzgerald (vt Christiano, L.J., Fitzgerald, T. (2003). The Band-Pass Filter. *International Economic Review*, 44(2), lk 435–465). Järgides majandustsükli traditsioonilisi käsitlusi, on kahe aegrea liiga madala sagedusega kõikumised määratletud kui komponendid, mis on seotud rohkem kui 8 aasta pikkuste tsüklitega (vt nt Stock, J., Watson, M. (1999). Business Cycle Fluctuations in U.S. Macroeconomic Time Series. – *Handbook of Macroeconomics*. / Taylor, J.B., Woodford, M. (toim.). Amsterdam: North Holland).

kõikides vaadeldavates riikides on inflatsioonitrendi kõikumised seostatavad vastavate vastupidises suunas kõikumistega kogutoodangu kasvutrendis.

Esmapilgul võib selle üks võimalik põhjus olla pakkumispoolsete šokkide juhuslik domineerimine vaatlusperioodil. Tuues ühest küljest kaasa inflatsiooni tõusu, teisest küljest aga kogutoodangu kasvu aeglustumise, tingib negatiivne pakkumisšokk (nt naftahinna tõus) negatiivse korrelatsiooni nende kahe näitaja vahel igal sagedusel ning seda siis ka madala sagedusega kõikumiste puhul, mis omakorda seondub trendikomponentide kõikumistega. Kui see oleks peamiseks põhjuseks, võiks eeldada, et ilmnevad erinevused 1970ndate aastate – s.o. perioodi, mida kahtlemata mõjutas kaks ulatuslikku negatiivset naftašokki – ning eelmiste ja järgmiste perioodide vahel.<sup>18</sup> Kuivõrd aga kogu Teise maailmasõja järgsel perioodil on selline korrelatsioon – eriti euroalal, Rootsis ja Šveitsis pärast 1980ndate aastate keskaika ning USA ja Kanadas enne ja pärast 1970ndate kõrge inflatsiooni perioodi – püsinud märkimisväärselt stabiilsena, ei saa seda tõenäoliselt pidada joonisel 1 kirjeldatud arengutendentside peamiseks põhjuseks. Vastupidi, joonisel kajastuvad suundumused kirjeldavad suure tõenäosusega majandusnäitajate vahelisi sügavamaid struktuurseid seoseid.

Seda, mil määral saab ühe muutuja abil prognoosida teist, on edasi arendatud mitmes järgnevas uurimuses<sup>19</sup>. Nende käsitluste aluseks on intuiitvne loogika, et selline prognoosimisvahend (või selle puudumine) annab aimu põhjuslikkuse tõenäolisest suunast. Analüüside tulemused pakuvad taas ka empiirilist kinnitust põhimõttele, et kõrgem inflatsioon mõjub majanduskasvule pärssivalt.

Huvitavaks lähenemiseks on ka keskendumine inflatsioonikriisidele, mida võib määratleda kui olukordi, kus inflatsioon tõuseb ajutiselt mingist konkreetsest tasemest kõrgemale ning langeb seejärel tagasi oma tavapärasele tasemele.<sup>20</sup> Empiiriliste andmete põhjal, mida kirjeldatakse põhjalikumalt teises taustinfos, tuleks selliseid olukordi käsitleda kindlates raamidetes, kus inflatsioonikriisiga kaasneb süstemaatiline ja statistiliselt oluline kogutoodangu kasvu langus alla keskmise taseme, samal ajal kui kriisi lõppu seostatakse kasvutempo kiirenemisega üle keskmise taseme.

<sup>18</sup> Sellist seisukohta väljendas esmakordselt mitut riiki hõlmavate paneeluuringute kontekstis Fischer (Fischer, S. (1993), *op. cit.*).

<sup>19</sup> Selleks kasutatakse tavaliselt nn Grangeri põhjuslikkuse testi. Vt nt Sbordone, A., Kuttner, K. (1994), *op. cit.*, ja Andres, J., Hernando, I. (1999). Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD. – The Costs and Benefits of Price Stability. / Feldstein, M. (toim.). The University of Chicago Press, lk 315–341. Sbordone ja Kuttner (1994) leiavad, et bivariantsuse kontekstis on inflatsioonil marginaalne prognoosivõime tootlikkuse kasvu suhtes, samas vastupidine seos ei kehti. Andres ja Hernando (1999) leiavad, et sarnased inflatsiooniga seotud arengusuundumused ilmnevad teatud OECD riikide andmetes ka sissetulekute osas.

<sup>20</sup> Sellist vaatenurka tutvustasid esmakordselt Bruno ja Easterly (Bruno, M., Easterly, W. (1998). Inflation Crises and Long-Run Growth. *Journal of Monetary Economics*, 41, lk 3–26).

Keerulisemad lähenemised põhinevad vektor-autoregressiivsetel (VAR) mudelitel, mis modelleerivad makromajandusnäitajate ühist dünaamikat ajas nende varasema arengu järgi. Alates 1980. aastate algusest on VAR mudelid muutunud makromajanduslikes uurimustes järjest populaarsemaks. Esiteks saab kaasata nendesse mudelitesse äärmiselt tõhusalt hulga makromajanduslike näitajate muutusi ning teiseks on võimalik teha kindlaks struktuursete šokkide mõju huvipakkuvatele muutujatele, kehtestades teatud hulga majandusteoorias tulenevaid eeldusi.

Kolmas taustinfo kirjeldab nende uurimuste tulemusi, kus analüüsiiti püsivate inflatsioonišokkide pikaajalist mõju kogutoodangu kasvutrendile nn euroala riikides enne majandus- ja rahaliidu loomist. Seda perioodi käsitleva analüüsi empiirilised tulemused ongi esitatud taustinfos 3: alates 1999. aasta jaanuarist ei ole euroala inflatsiooninäitajates – nagu hinnastabiilsuse tagamisele suunatud rahapoliitilise režiimi puhul võibki eeldada – ilmnenuid püsivaid muutusi. Seega praegusel juhul ei ole majandus- ja rahaliidu andmed piisavalt informatiivsed.

Uurimused on näidanud, et inflatsiooni tõus 1% ulatuses vähendab kogutoodangu kasvutrendi ligi 0,1–0,2% võrra. Teisisõnu viitavad need hinnangud sellele, et kui inflatsioonitrend tõuseks euroalal kahe protsendipunkti võrra, langeks kogutoodangu kasvutrend 0,2–0,4 protsendipunkti võrra aastas. Kümneaastase vaate puhul oleks seega SKP tase 2,0–4,1% võrra madalam, kui see oleks olnud ilma inflatsioonist tingitud muutuseta.

## **TÄHELEPANEKUID SEoses RAHAASUTUSTE FUNKTSIOONIDE MÄÄRATLEMISEGA**

Rahapoliitika järelduste hindamine oleks lihtne, kui veel praegugi valitseks paljude teadlaste ja analüütikute seas 1960ndatel laialt levinud seisukoht, et püsivalt kõrget inflatsiooni tasakaalustab püsivalt kõrge majandusaktiivsus. Kõigepealt teeks ühiskond kindlaks inflatsiooni ja reaalse majandustegevuse võimalikud kombinatsioonid ning seejärel valiks välja sobivaima ja rakendaks seda.

Samas on puhtalt rahapoliitika neutraalsuse põhimõttest (st pikaajalises plaanis ei tasanda kõrget inflatsiooni reaalse majandusaktiivsuse tõus) lähtuvad seisukohad, mis hakkasid levima pärast ebaõnnestunud makromajanduslike eksperimentide ilmsikstulekut 1960ndatel ja 1970ndatel, äärmiselt erinevad. Nüüdisaegsete käsitluste üksmeel, et inflatsioon avaldab reaalsele majandusaktiivsusele kahjulikku mõju – tuginedes varasemast pikematele ja täpsemate andmekogumitele – tugevdab seda seisukohta veelgi. Tänapäeval on oluliselt rohkem rõhutatud keskpangale antud otseseid volitusi hinnastabiilsuse säilitamiseks, kui pööratud tähelepanu vajadusele kujundada pikaajaliselt neutraalset rahapoliitikat. On jõutud arusaamisele, et hinnastabiilsuse poole püüeldes ei minimeeri majanduspoliitika mitte ainult inflatsiooniga seotud kulusid, vaid aitab märkimisväärselt maksimeerida ka majanduse pikaajalist tootmispotentsiaali.

Kuigi inflatsiooni pärssiv mõju majandusele tundub rääkivat selle kasuks, et pikaajaline inflatsioonimäär oleks võimalikult nullilähedane, seondub hinnastabiilsuse kriteeriumi täpne numbriline määratlemine keskpanga seisukohalt põhjalikku kaalumist vajavate küsimustega.<sup>21</sup> Esiteks võib pikaleveninud deflatsiooniperiood kõikuva majanduskasvu ajal pärssida keskpanga rahapoliitika elluviimist, kuna nominaalseid intressimäärasid ei saa langetada nullist madalamale. Veelgi enam – iga katse langetada nominaalset intressimäära nullist madalamale oleks määratud läbikukkumisele, kuna ühiskond eelistaks hoida raha sularahas, mitte seda välja laenata või hoiustada negatiivse intressimääraga. Deflatsioonitingimustes piirab nominaalsete intressimäärade alampiiri olemasolu keskpanga tegevusvabadust reaalsete intressimäärade alandamisel, et ergutada nõudlust ja töötada vastu deflatsioonisurvele.

Teiseks võivad tarbijahinnaindeksid sisaldada erinevatel põhjustel mõõtmisvigu. Sellised vead võivad tekkida näiteks juhul, kui hinnad ei kajasta adekvaatselt muutusi kvaliteedis või kui valimist, mida on kasutatud indeksi koostamiseks, on jäänud süstemaatiliselt välja olulised tehingud. Samas ei ole võimalus, et mõõtmistulemused on kallutatud, eriti tähtis ühtlustatud tarbijahinna indeksi (ÜTHI) puhul tulenevalt inflatsioonimäärade kindlusvaru seadmisest nullist kõrgemale tasemele, kui arvestada deflatsiooniriskidega seotud kaalutlusi.

Kolmandaks on muutused suhtelistes hindades turumajanduses ressursside tõhusal paigutusel olulisimaks teguriks. Suhteliste hindade majanduslik kohanemine šokkidega võib muutuda liiga aeglaseks, kui palgad ja hinnad on nominaalselt allapoole jäigad, st ei taheta aktsepteerida nominaalset hinna- ja palgalangust. Selles suhtes on väidetud, et mõnikord võib inflatsioon tegelikult n-ö kaasa aidata suhteliste hindade kohandumisele ja seeläbi ka majanduse reaalsele kohanemisele erinevate šokkidega.

Neljandaks on piirkondadevahelised inflatsioonierinevused põhimõtteliselt omased mis tahes rahaliidule ning nii tuleks neid ka käsitleda. Need on piirkondade majanduses ilmnevatest nõudlus- ja pakkumisšokkidest tingitud kohandumismehhanismi lahutamatu osa. Samas võivad inflatsioonierinevused sisaldada igas rahaliidus ka struktuurilist komponenti, tulenedes näiteks sissetulekute taseme erinevustest ja elatustasemete jätkuvast ühtlustumisest. Pidades silmas neid vältimatuid inflatsioonierinevusi, on väidetud, et rahapoliitika eesmärk peaks olema saavutada keskmises perspektiivis euroalal tervikuna selline inflatsioonimäär, mis on piisavalt kõrge, et suudetaks ära hoida madalama inflatsioonimääraga piirkondades märkimisväärset nominaalsest allapoole jääkusest tulenevat kulu ega põhjustata pikaajalise hinnalanguse perioode.

---

<sup>21</sup> Detailse ülevaate põhjustest, miks EKP on orienteeritud hinnastabiilsusele, leiab 2003. aasta juuni kuubülletääni artiklist „The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy”.

Euroopa Keskpannga otsus, et hinnastabiilsuse säilitamiseks – mis on defineeritud kui ÜTHI kasv euroalal vähem kui 2% võrreldes eelmise aasta sama perioodiga – püütakse säilitada keskmises perspektiivis ligi 2% inflatsioonimäär, kajastab kõigi eespool nimetatud kaalutluste arvessevõtmist.

Pärast 1970ndate kõrge inflatsiooni perioodi on uus ühine arusaam inflatsiooni kahjulikust mõjust makromajandusele juurdunud viimase paari aastakümne jooksul paljude riikide õiguses. Jättes tähelepanuta üksikud spetsiifilised tehnilised erinevused kajastub põhimõte, et eelnevalt nimetatud põhjustel tuleks hoida inflatsiooni stabiilse ja madalana, kõikides olemasolevates stabiilsusele suunatud rahapoliitilistes režiimides: majandus- ja rahaliidus, inflatsiooni juhtimisele suunatud režiimides, 1999. aasta lõpust kehtivas Šveitsi uues rahapoliitilises kontseptsioonis ja Jaapani rahapoliitilises režiimis. Selles suhtes kaasnes 1970ndate kõrge inflatsiooni ajajärguga vähemalt üks positiivne tagajärg. Näidates vägagi praktiliselt, kuidas avaldub inflatsiooni kahjulik mõju majandusele, veenis see seadusandjad rakendama sellest õppetunnist saadud kogemusi seadusloomesse, et vältida sarnaste olukordade kordumist. Nii ongi antud keskpankadele suurem iseseisvus ja pandud neile ülesandeks hoida inflatsioon kontrolli all. Seetõttu on Euroopa Keskpannga mandaat, mille põhieesmärk on hinnastabiilsuse säilitamine ja sellega seonduv täielik sõltumatus mis tahes muudest poliitilistest organitest või institutsioonidest, edukaks tegutsemiseks äärmiselt sobiv.

Ajalugu on korduvalt näidanud, et kõrge inflatsiooni perioode on süstemaatiliselt seostatud sissetulekute ja heaolu märkimisväärse ümberjaotamisega, millega on omakorda kaasnenud sotsiaalsed pinged – mõnikord koguni sotsiaalse rahulolematuse ja poliitiliste rahutuste vormis. Hinnastabiilsust säilitades saab rahapoliitika anda seega suure panuse mitte ainult jätkusuutliku majanduskasvu, töökohtade loomise ja jõukuse suurenemise tagamisse, vaid suuresti ka ühiskonna stabiilsuse kindlustamisse.

## KOKKUVÕTE

Nii poliitikute kui ka teadlaste seas tänapäeval valitseva ühise arusaama kohaselt avaldab inflatsioon makromajanduslikule suutlikkusele süstemaatiliselt kahjulikku mõju. Kuivõrd majandusagentidel on keeruline eristada muutusi suhtelistes hindades üldise hinnataseme muutustest, põhjustab kõrge ja varieeruv inflatsioon ressurside süstemaatilist väärpaigutamist, pärssides seeläbi tootmistegurite tootlikkust. Tulenevalt nii inflatsiooni varieeruvusest tingitud makromajanduslikust määramatusest kui ka maksusüsteemi mitteindekseerimisest, põhjustab inflatsioon erinevate kanalite kaudu kapitali akumulatsiooni kasvu süstemaatilist aeglustumist. Seetõttu on majanduses kokkuvõttes kapitalituru tehingute maht väiksem, kui see oleks olnud muul juhul.

Empiirilised uurimused kinnitavad mõlema efekti avaldumist ning hindavad nende ulatust madala inflatsiooniga riikides üsna märkimisväärseks – inflatsiooni püsivat kasvu 100 baaspunkti mahus seostatakse kogutoodangu kasvutrendi langusega 10–30 baaspunkti ulatuses. Siit tulenevad ka põhimõttelised pidepunktid rahaasutuste funktsioonide määratlemiseks. Täpsemalt öeldes, kuna isegi üksnes veidi liiga kõrge inflatsioonimäär kahjustab makromajanduslikku suutlikkust, toetab see vajadust hoida inflatsioon väga madala ja stabiilsena.

### TAUSTINFO 1. INFLATSIOONI POOLT KOGUTOODANGU KASVULE AVALDATAVA MÕJUTEGURITE MÄÄRATLEMINE JA MÕJU HINDAMINE

On mitmeid teoreetilisi põhjendusi, mis kinnitavad inflatsiooni seost kogutoodangu kasvuga, mõjutades negatiivselt nii kapitali akumulatsiooni kui ka tootmistegurite tootlikkust. Seda teemat käsitlevad uurimused on eelnimetatud üldpõhimõtte väljatoomise kõrval andnud oma panuse ka kahe nn ülekandekanali suhtelise tähtsuse mõõtmisse.

Tuginedes Barro uurimuses esitatud riikide ristanometele, hindas Fischer (1993, *op. cit.*), et inflatsiooni tõusuga 10 protsendipunkti võrra kaasnes kapitalituru tehingute kasvumäär 0,4 protsendipunktiline langus, mida võib pidada suhteliselt tuntavaks mõjuks. See ulatus – olles juba iseenesest märkimisväärne – on veelgi muljetavaldavam, kui arvestada, et see viitab kasvumäärale, nii et selle mõju aja jooksul pigem tugevneb. Sarnase tulemuseni jõudis ka De Gregorio (1993) oma uurimuses, mis põhines 12 Ladina-Ameerika riiki hõlmaval valimil.

Käsitledes inflatsiooni mõju tootlikkuse kasvule, toob Fischeri (1993) hinnangul 10 protsendipunktiline inflatsioonitõus kaasa tootlikkuse kasvumäär 0,2 protsendipunktiline ulatuses aastas. Ehkki esmapilgul võib see mõju tunduda väike, on taas oluline

arvestada, et kuna tegemist on kasvumääraga, kaldub selle mõju aja jooksul tugev-nema, tuues omakorda mõne aasta pärast kaasa reaalse toodangu taseme märkimis-väärse languse.

Ühe võimaluse järgi on inflatsiooni ja majanduskasvu vaheline seos mittelineaarne. Näiteks võib see olla võrdlemisi tugev kõrgete inflatsioonimäärade puhul ja tunduvalt nõrgem madalamate inflatsioonimäärade korral, kuni selleni, et seda on isegi raske märgata. Selle võimaluse kontrollimiseks hindas Fischer (1993, *op. cit.*) põhiregressioonid ümber, jaga-des oma uurimuse andmestiku kolmeks osaks vastavalt sellele, kas riigi inflatsioonimäär on kas kuni 15%, 15–40% või üle 40%. Empiirika põhjal ilmneb, et inflatsiooni ja majan-duskasvu vaheline seos ongi mittelineaarne, kuid vastupidiselt ootustele nõrgeneb selle mõju koos inflatsioonitaseme tõusuga. Täpsemalt öeldes – madala inflatsiooniga riikide rühmas avaldab inflatsiooni kasv 1 protsendipunkti ulatuses kogutoodangu kasvule mõju -0,13 protsendipunkti ulatuses, mis on 60% suurem kui keskmise inflatsioonitasemega maade puhul ning peaaegu seitse korda suurem kui kõrge inflatsiooniga riikide rühmas.

## TAUSTINFO 2. INFLATSIOONIKRIISE ANALÜÜSIVAD UURIMUSED

Bruno ja Easterly (1998, *op. cit.*) määratlesid inflatsioonikriisidena juhtumid, kus inflatsioon tõuseb ajutiselt üle 40 protsendi aastas vähemalt kahe aasta jooksul ning langeb seejä-rel sellest tasemest allapoole. Seda kriteeriumit rakendades eristati 41 inflatsioonikriisi 31 riigist aastatel 1961–1994. Tuginedes kas sisemajanduse kogutoodangu kasvule elaniku kohta või selle hälbimisele maailma keskmisest tasemest, ilmnis äärmiselt tugev seadus-pära: majanduskasv vähenes kriisieelset perioodi kriisiperioodiga võrreldes keskmiselt 2,4 protsendipunkti võrra, ning tõusis kriisijärgsel perioodil 3,3 protsendipunkti mahuks, mis suures osas kompenseeris toodangu ajutise vähenemise. Selline tulemus näitas selgelt, et inflatsiooni tõus on seotud makromajandusliku suutlikkuse vähenemisega.

Pidades silmas mõningaid muutusi mudeli põhispetsifikatsioonis, on need tulemused mõneti robustsed. Oleks loogiline väita, et näiteks erineva kestusega kriise võib seostada kogutoodangu kasvu languse ja taastumisega seotud erinevate tingimustega. Selle kont-rollimiseks jagati olemasolev andmestik kaheks, eristades riike, kus inflatsioonikriis kestis vastavalt vähem ja rohkem kui 6 aastat (st 6 aastat oli rühma mediaaniks). Kaks rühma koosnesid siis vastavalt 18 ja 23 kriisist (6 kriisi kestsid täpselt kuus aastat). Mõlemas rühmas vähenes sisemajanduse kogutoodangu kasvumäär (elaniku kohta) hälve maailma keskmisest tasemest vastavalt 1,9 ja 2,6 protsendipunkti ulatuses. See erinevus aga ei olnud statistiliselt oluline, mis omakorda osutab uurimuse põhiliste järelduste robustsusele.

### TAUSTINFO 3. PÜSIVATE INFLATSIOONIŠOKKIDE MÕJU KOGUTOODANGU KASVUTRENDILE

Viimasel ajal avaldatud uurimused on kirjeldanud, kuidas Teise maailmasõja järgse inflatsiooni puhul võib sisaldada olulist püsikomponenti<sup>22</sup> selles mõttes, et osa inflatsioonišokke ei hajunud sel perioodil lõplikult, vaid jäid süsteemi alles, mõjutades seeläbi inflatsioonitrendi. Seda võib täheldada euroala näitel. Nagu Benati (2008) on näidanud<sup>23</sup>, olid inflatsioonikõikumised euroalal enne majandus- ja rahaliidu loomist 1999. aasta jaanuaris suuresti püsivad, kuid pärast rahaliidu asutamist on need olnud enamasti ajutist laadi (teisisõnu on euroala inflatsioon majandus- ja rahaliidus liikunud väga selgelt tagasi keskmise taseme suunas). Näiteks viitavad ökonomeetrilised hinnangud püsikomponendi suuruse osas euroala ÜTHI-inflatsioonis<sup>24</sup> sellele, et enne 1999. aasta jaanuari moodustasid püsivad šokid (st inflatsioonitrendi mõjutavad šokid) 47,3% inflatsioonimuutusest kvartaalses arvestuses. Vastav näitaja kogutoodangu kasvu mõjutavate šokkide puhul, mis mõjutavad kasvutrendi, on 9,1%. See on kooskõlas kinnitamata andmetega, mille kohaselt 1970ndatel olevat ÜTHI-inflatsiooni ja toodangukasvu keskmised vastavalt 8,8% ja 3,6%, 1990ndatel aga vastavalt 2,5% ja 2,1%. See näitab selgelt suuri nihkeid mõlema näitaja aegrea trendikomponentides.

Eelkirjeldatu viitab omakorda sellele, et kui inflatsiooni mõju toodangu kasvule on tõesti negatiivne, peaks olema võimalik seda mõju hinnata, analüüsides püsivate inflatsioonišokkide pikaajalist mõju kogutoodangu kasvutrendile euroalal majandus- ja rahaliidu eelsete andmete põhjal. Püsivad inflatsioonišokid tuvastatakse VAR mudelitega lähtuvalt eeldusest, et need on ainsad šokid, mis mõjutavad inflatsioonitrendi.<sup>25</sup> 100 baaspunkti ulatuses püsiva inflatsioonišoki mõju kogutoodangu kasvutrendile on hinnanguliselt vahemikus -11 baaspunkti (ÜTHI põhjal) ja -19 baaspunkti (SKP deflaatori põhjal), mis on kooskõlas Barro hinnanguga taustinfos 1 vaadeldud madala inflatsiooniga riikide rühma kohta (-13 baaspunkti).

<sup>22</sup> USA puhul vt nt Stock, J., Watson, M. (2007). Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast? *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39(1), lk 3–33.

<sup>23</sup> Vt nt Benati L. (2008, *op. cit.*).

<sup>24</sup> Hinnangud tuginevad Cochrane'i dispersiooni suhte hinnangufunktsioonile – vt Cochrane, J.H. (1988). How Big Is the Random Walk in GNP? *Journal of Political Economy*, 96(5), lk 893–920.

<sup>25</sup> Seda oletust on kasutatud järgmistes artiklites: Roberts, J.M. (1993). The Sources of Business Cycles: A Monetarist Interpretation. *International Economic Review*, 34(4), lk 923–934; Bullard, J., Keating, J. (1995). The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Post-War Economies. *Journal of Monetary Economics*, 36, lk 477–496.



**LISA**

# EESTI MAJANDUSE KVARTAALSED PÕHINÄITAJAD (seisuga 30. aprill 2009)

	Ühik	Periood	Näitaja	Muutus (%) võrreldes eelmise perioodiga	Muutus (%) võrreldes eelmise aasta sama perioodiga	Allikas
<b>Sisemajanduse koguprodukt*</b>						ESA
Jooksevhindades	mln kr	IV kv 2008	60 973,4			
Püsivhindades	mln kr	IV kv 2008	38 345,7	-2,6	-9,7	
<b>Tööstus</b>						ESA
Tööstustoodangu mahuindeks (püsivhindades, 2005 = 100)	%	I kv 2009		-20,3	-29,2	
<b>Ettevõtete investeeringud materiaalsesse põhivarasse (jooksevhindades)</b>	mln kr	IV kv 2008	9 312	8,6	-23,8	ESA
<b>Ehitus</b>						ESA
Ehitusettevõtete ehitustööd (jooksevhindades)	mln kr	IV kv 2008	13 137	-12,9	-17,0	
Valminud eluruumide kasulik pind	tuhat m <sup>2</sup>	I kv 2009	60,7	-40,9	-60,2	
Valminud mitteleluhonetete kasulik pind	tuhat m <sup>2</sup>	I kv 2009	259,9	5,5	14,1	
<b>Tarbimine</b>						
Jaemüügi mahuindeks (püsivhindades, 2005 = 100)	%	I kv 2009		-18	-15	ESA
Sõiduautode esmane arvelevõtmise	tk	I kv 2009	4 598	-41,9	-66,1	ARK
<b>Hinnad</b>						
Tarbijahinnaindeks	%	I kv 2009		-1,3	3,1	ESA
Tootjahinnaindeks	%	I kv 2009		-1,4	2,1	ESA
Eksportihinnaindeks	%	I kv 2009		-2,0	-1,7	ESA
Impordihinnaindeks	%	I kv 2009		-6,3	-4,9	ESA
Ehitushinnaindeks	%	I kv 2009		-4,1	-4,7	ESA
Eesti krooni reaalse efektiivse vahetuskursi indeks (REER)	%	I kv 2009		1,9	3,5	EP
<b>Tööturg ja palk</b>						
15–74aastaste tööhõive määr (Tööjõu-uuringu andmed)**	%	IV kv 2008	62,6	63,3	62,5	ESA
15–74aastaste töötuse määr (Tööjõu-uuringu andmed)**	%	IV kv 2008	7,6	6,2	4,1	ESA
Registreeritud töötuid	in. kuus	I kv 2009	46 734	77,0	182,2	TTA
% elanikkonnast vanuses 16–pensioniiga**	%	I kv 2009	7,2	4,1	2,6	TTA
Keskmine brutokuupalk	kr	IV kv 2008	13 117	4,8	6,9	ESA
<b>Valitsemissektori eelarve***</b>						RM
Tulud	mln kr	IV kv 2007	25 768,0	1,3	21,6	
Kulud	mln kr	IV kv 2007	26 887,0	30,0	17,0	
Ülejääk/puudujääk**	mln kr	IV kv 2007	-1 119,0	4 759,2	-1 804,7	
Eelarve täitmine**	%	IV kv 2007	29,1	28,8	29,5	
<b>Transport</b>						ESA
Sõitjatevedu	tuhat	IV kv 2008	48 237	-1,9	-13,6	
Kaubavedu	tuhat t	IV kv 2008	22 094	-0,9	-14,0	
<b>Turism ja majutus</b>						ESA
Eesti reisifirmade poolt vastuvõetud väliskülalastajad	tuhat	IV kv 2008	191,4	-43,3	-32,9	

Eesti reisifirmade poolt välisreisile lähetatud külastajad	tuhat	IV kv 2008	118,6	-22,9	1,0	
Majutatud turiste	tuhat	IV kv 2008	480,2	-42,3	-2,0	
sh välismaalasi	tuhat	IV kv 2008	282,4	-45,8	3,1	
<b>Väliskaubandus</b> (põhikaubandus)						ESA, EP
Eksport	mln kr	IV kv 2008	31 789,2	-7,7	-3,1	
Import	mln kr	IV kv 2008	40 390,4	-7,9	-12,0	
Saldo**	mln kr	IV kv 2008	-8 601,1	-9 435,7	-13 062,7	
Saldo suhe eksporti**	%	IV kv 2008	-27,1	-27,4	-39,8	
<b>Maksebilanss**</b>						EP
Jooksevkonto	mln kr	IV kv 2008	-3 324,4	-4 612,2	-10 468,0	
Jooksevkonto suhe SKPsse	%	IV kv 2008	-5,5	-7,3	-16,4	
Otseinvesteeringute sissevool	mln kr	IV kv 2008	3 369,8	4 684,2	8 338,2	
Otseinvesteeringute väljavool	mln kr	IV kv 2008	-1 385,0	-2 903,6	-2 970,0	
<b>Rahvusvaheline investeerimispositsioon</b> (perioodi lõpu seisuga)						EP
Rahvusvaheline netoinvesteerimispositsioon	mln kr	IV kv 2008	-193 431,0	-0,8	7,7	
Otseinvesteeringud Eestis	mln kr	IV kv 2008	182 251,5	-2,2	2,8	
Koguvälisvõlg	mln kr	IV kv 2008	298 227,2	1,3	11,0	
sh valitsemissektor	mln kr	IV kv 2008	7 269,2	-6,9	110,6	
<b>Eesti krooni keskmine vahetuskurss USA dollari suhtes</b>	kr	I kv 2009	12,004	0,9	14,8	EP

\* SKP ja selle komponentide reaalkasv on arvatud uue meetodi järgi. Kui varem arvutas Statistikaamet SKP kasvu 2000. aasta fikseeritud püsivhindades, siis 2008. aastal võeti kasutusele aheldamise meetod, mis kasutab baasaastana arvestusperioodile eelnenud aastat.

\*\* Näitaja vastava perioodi väärtus, mitte muutus.

\*\*\* Ülejäägi/puudujäägi arvestuses ei sisaldu netolaenamine (antud laenud miinus antud laenude tagasimaksed).

Allikad: Statistikaamet (ESA)  
Eesti Riiklik Autoregistrikeskus (ARK)  
Eesti Pank (EP)  
Tööturuamet (TTA)  
Rahandusministeerium (RM)  
Eesti Konjunktuuriinstituut (EKI)

