

Sisukord

Sissejuhatus.....	3
1. Monetaarkeskonna indeks.....	3
2. MCI defineerimine.....	3
3. Indeksi ökonomeetiline sisu.....	4
4. Monetaarkeskonna indeks eri riikides.....	4
5. MCI rakendamisel esinevad puudused.....	6
6. MCI rollist Eestis.....	6
7. MCI koostamine Lättemäe ja Pikkani transmissioonimudeli põhjal.....	7
7.1. MCI komponentide valik.....	7
7.2. Komponentide kaalude leidmine.....	8
7.3. Monetaarkeskonna indeks.....	9
Kokkuvõte.....	11
Kasutatud kirjandus.....	12
Lisad.....	13

Sissejuhatus

Käesoleva uurimuse eesmärk on, esiteks, anda ülevaade monetaarkeskkonna indeksi (MCI) senistest kasutusvaldkondadest, teiseks, kirjeldada indekseid ja nende arvutuseeskirju eri riikides. Käsitatud on ka MCI arvutamise ja rakendamisega kaasnevaid probleeme. Töö teises osas on koostatud MCI Eesti majandust kirjeldava indikaatorina. Kaalude ja komponentide leidmisel on tuginetud transmissioonimudelile.

1. Monetaarkeskkonna indeks

Üheksakümnendatel kasutati arenenud riikides keskpankade rahapoliitika mõjusid iseloomustava indikaatorina monetaarkeskkonna indeksit (*Monetary Condition Index*). Indeksi arendas välja ja võttis esimesena kasutusele Kanada keskpank. Nende poolt koostatud indeksisse olid koondatud lühiajaline intressimäär ja reaalse efektiivse vahetuskursi muutusi kirjeldavad näitajad. Nii intressimäär kui ka vahetuskurss on olulised näitajad, mille kaudu rahapoliitika mõjud kanduvad reaalmajandusse. Kanada keskpank võttis MCI kasutusele kui rahapoliitika teostamise eesmärgi.

Teine võimalus on MCId kasutada indikaatorina, mis iseloomustab monetaarkeskkonnas valitsevate tingimuste kitsenemise määra ning sellest tulenevalt arenguid reaalmajanduses (kogutoodangus, hindades jne). Viimasel kujul on indeks leidnud kasutust just väikestes avatud majandusega riikides nagu Rootsi, Soome, Norra, Island jt (Goodhart, Hofmann 2000).

Eri riikides on MCI koostamisel kasutatud eri komponente. Nende valik tuleneb eelkõige majanduse spetsiifikast, rahapoliitika iseärasustest (nt olulised on valitsevad monetaarreeglid). Ideaalsel juhul peaks indeks sisaldama näitajaid, mis kirjeldavad kõige täpsemalt majanduses toimuvaid monetaartransmissiooni protsesse.

2. MCI defineerimine

Monetaarkeskkonna indeksi defineerimine ja koostamine nõuab selget ettekujutust sellest, millised on rahapoliitikas valitsevad reeglid ja eesmärgid.

Üldjuhul defineeritakse MCId kui intressimäära (R) ja vahetuskursi (e) muudu kaalutud summat ajahetkel t võrreldes valitud baasperiodiga ($t = 0$):

$$MCI(v)_t = \theta_{v,e}(e_t - e_0) + \theta_{v,R}(R_t - R_0) \quad (1)$$

kus v on nn eesmärk-näitaja, millele soovitakse monetaarinstrumentide mõju hinnata (näiteks agregeeritud nõudlus (Y), inflatsioon (Δp)). Seega sõltub MCI lisaks komponentide valikule ka komponendi kaalust ja valitud baasperiodist ning eesmärknäitajast. Praktikas on leidnud rakendust nii reaalsel kui ka nominaalsel

suurustel põhinev indeks. Mudelipõhiste indeksite korral on enamasti kasutusel reaalsed näitajad. Kaalude leidmine toetub sel juhul mudelile, st kaalud on hinnatud vastava instrumendi (R või e) muutuste mõjuulatusest eesmärknäitajale (Y).

MCI tase kirjeldab majandusagentide majandusprojektsioone (lähiminevikus) ja seda, millised need ka jätkuvalt võiksid olla. Indeksi järsk nihe näitab nn ootamatuid muutusi (kodumaises või väliskeskkonnas) kas intressitasemes või vahetuskursis, mis omakorda viitab teatavale ebastabiilsusele kas siis hinnatasemete kasvus ja/või majanduskasvus. Kui kehtivaks monetaarreegliks on näiteks eesmärgistatud inflatsioon ja operatsioonilisteks instrumentideks on intressimäär ja vahetuskurss MCI vormis, siis selleks, et vältida selliste välis-/sisešokkide kandumist reaalsektoris, saab keskpank juhtida instrumentnäitajaid, näiteks vastavat intressitaset korrigeerides ja hoides kas fikseeritud MCId või lastes tal varieeruda mingis etteantud vahemikus.

3. Indeksi ökonomeetiline sisu

Monetaarkeskkonna indeksi ökonomeetrilised probleemid tulenevad sellest, et kaalud on sageli hinnatud toetudes empiirilisele mudelile. Eika, Ericsson ja Nymonen (1996) tõid esile viis probleemset ökonomeetrilist asjaolu, mida peaks arvestama MCI rakendamisel. Need on mudeli dünaamika, andmete mittestatsionaarsus, muutujate eksogeensus, parameetrite konstantsus, kaasamata muutujad.

Mudeli dünaamikast tulenev probleem ilmneb ajahorisondi valikul, mida kasutame kaalude leidmisel – st kas kaal põhineb lühiajalisel, keskmisel või pikaajalisel elastsusnäitajal (vastava instrumentnäitaja ja eesmärknäitaja vahel). Andmete mittestatsionaarsusest tulenevad probleemid on eelkõige seotud jääkliikme jaotusfunktsiooniga ja võimalike vigadega statistiliste järelduste tegemisel mudeli kohta. Instrumentnäitajate eksogeensusel tulenev probleemistik – kui sisendnäitajad osutuvad mitte-eksogeenseteks, võivad ilmneda nihked parameetrite hinnangutes. Parameetrite mittekonstantsuse probleem võib kaasneda kõigi eelpool nimetatud probleemidega. Viimasena nimetatud mittekaasatud muutujad võivad põhjustada seose vigast hinnangut instrumentide ja eesmärknäitaja vahel, millest omakorda võivad tuleneda juba eelpool nimetatud probleemid (dünaamika, eksogeensus, parameetrite konstantsus).

4. Monetaarkeskkonna indeks eri riikides

Kanada

Kanada keskpank rakendab rahapoliitikat, mille eesmärk on hoida inflatsioon teatud piires. Juba üheksakümnendate algusest oli rahapoliitika eesmärk hoida inflatsioon vahemikus 1–3%. Kuni 80ndate lõpuni oli operatsiooniliseks vahendiks lühiajaline intressimäär. 90ndate alguses aga keskendus keskpank MCI rakendamisele operatsioonilise eesmärgina. Toetudes uurimustele, kehtestati intressimäära ja vahetuskursi kaalud suhtes 3:1 (Freedman, 1995). Indeksi kaalud olid mudelipõhised.

Uus-Meremaa

Nagu Kanadas, nii sai ka Uus-Meremaal 80ndate lõpul rahapoliitika peamiseks eesmärgiks hoida inflatsioon stabiilsena.

Keskpank rakendas poliitikat, mis seadis eesmärgiks hoida inflatsioon vahemikus 0–2%. Ülemist piiri tõsteti 1996. aastal 2%lt 3%le. 90ndate esimesel poolel oli vahetuskurss suuresti indikaatoriks, mille alusel poliitikat kohaldati, et hoida inflatsioon soovitud vahemikus. Uus-Meremaal on suur mõju inflatsioonile just impordihinnal ning samas avaldavad majandusaktiivsusele mõju ka vahetuskursi muutused. Suuresti Kanada keskpanga eeskujul ning selleks, et hoida ära suuri kõikumisi reaalsektoris, võeti kasutusele MCI kui rahapoliitika operatsiooniline eesmärk. Indeksi komponentide kaalud olid võrdsed. Suuremat vahetuskursi kaalu võrreldes Kanada keskpanga poolt koostatud MCIGA põhjendati just Uus-Meremaa majanduse suurema avatusega (Gerlach, Smets 2000).

1999. aasta märtsis loobus keskpank MCIST ja kasutab poliitilise instrumendina intressimäära (*Official Cash Rate*).

Rootsi

Rootsi keskpank avaldab monetaarkeskonna indeksit inflatsiooniraportis. MCI põhineb väikesel kvartaalsel mudelil (Hansson, Lindberg 1994):

$$y_t = a_1 y_{t-1} + a_2 y_{t-2} + a_3 \Delta p_t + a_4 R_{t-1} + a_5 e_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta p_t = b_1 \Delta p_{t-1} + \dots + b_4 \Delta p_{t-4} + b_5 y_t + b_6 \Delta p_t^* + \dots + b_{16} \Delta p_{t-10}^* + \varepsilon_{2t}$$

kus y mõõdab kogutoodangu (logaritmitud) hälvet lineaarsest trendist, Δp on inflatsioon, R on reaalne lühiajaline intress, e on reaalne vahetuskurss (logaritmitud), Δp^* on välismaise hinnataseme kasv mõõdetud koduvaluutas ning $\{a_i\}$ ja $\{b_i\}$ on koefitsiendid.

MCI kaalud tulenevad seega otseselt mudelipõhiselt vahetuskursi ja intressimäära elastsustest. Rootsi keskpank jälgib MCID kui majanduskeskkonda iseloomustavat indikaatorit.

Norra

Norra keskpanga poolt koostatud ja avaldatud MCI põhineb lihtsal mudelil, mis on üles ehitatud ageeritud nõudluse võrrandile (Jore 1994):

$$y_t = c_0 + c_1 y_{t-1} + c_2 R_{t-2} + c_3 (e_t + e_{t-2}) + c_4 e_{t-1} + \varepsilon_{1t}$$

kus y_t on sarnaselt Rootsi mudeliga kogutoodangu hälve trendist. Võrrand sisaldab selgitavate muutujatena ainult vahetuskurssi ja intressimäära. Seega on otseselt hinnatud MCIsse kuuluvate komponentide mõjusid eesmärknäitajale.

5. MCI rakendamisel esinevad puudused

Svensson (1998) jõudis järeldusele, et MCI abil saab küll mõõta rahapoliitika mõjusid kogunõudlusele, kuid mitte inflatsioonile. Kuna rahapoliitika mõjutab inflatsiooni väga erinevaid kanaleid mööda ning mõjud ilmnevad eri viitaegadega, ei saa lihtsasse indeksisse kõiki neid efekte kaasata. Svensson leidis, et MCI-l ei ole piisavalt põhjuslikke eeliseid võrreldes lühiajalise intressimäära kasutamisega keskpanga poolt operatsioonilise eesmärgina.

Rahapoliitilise keskkonna iseloomustamiseks ei piisa ainult MCIsse haaratud kitsast näitajate ringist (inflatsioon, SKP lõhe, intressimäär, vahetuskurss). Mitmed teised indikaatorid võivad anda väärtuslikku informatsiooni eelseisvatest muutustest näiteks hinnatasemes jne (Deutsche Bundesbank, aprill 1999).

Eika, Ericsson, Nymonen (1996) leidsid analüüsides eri maade keskpankade poolt kasutatud indekseid, et mitmed neist sisaldasid ökonomeetrilisi probleeme ning eelnevas peatükis loetletud hinnangute vigade allikad ilmsesid mitmete mudelite korral. Sellistel puudulikel mudelitel rajanevate indeksite usaldusväärsus on selgelt kahtluse all, kui indeksit kasutatakse rahapoliitiliste otsuste kujundamisel või majanduskeskkonna indikaatorina.

Hästi määratletud ja statistiliselt korrektne mudel võib poliitilise analüüsi teostamise seisukohast osutada edukamaks kui mudelil põhinev indeks. Eriti juhul, kui majanduses toimivad keerulised transmissioonikanalid ning rahapoliitika eesmäärke on mitu, nt stabiilne ja madal inflatsioon ning jätkusuutlik majanduskasv.

6. MCI rollist Eestis

Eesti tingimustes, kus monetaarreegliks on fikseeritud vahetuskursiga seonduv valuutakomitee, võib käsitleda MCId kui majanduskeskkonda kirjeldavat indikaatorit, mis annab signaale arengutest majanduses. MCI näitab kas siis väliskeskkonnast või kodumaise majanduskeskkonna muutustest tulenevaid mõjusid kodumaise agregeeritud nõudluse tasemele ning ka mõjude kandumist hinnataseme muutustesse. Avatud majanduse korral mõjutab vahetuskurss inflatsiooni peamiselt kaht teed pidi. Esiteks peaksid väliskeskkonnast tulenevad vahetuskursi mõjud inflatsioonile ilmnema eksport- ja importkaupade ning investeeringute hinnamuutustes. Teine võimalus on, et mõju kajastub muutustes konkurentsivõimes. Intressimuutused mõjutavad agregeeritud nõudlust eelkõige kodumaise tarbimise ja investeeringute kaudu.

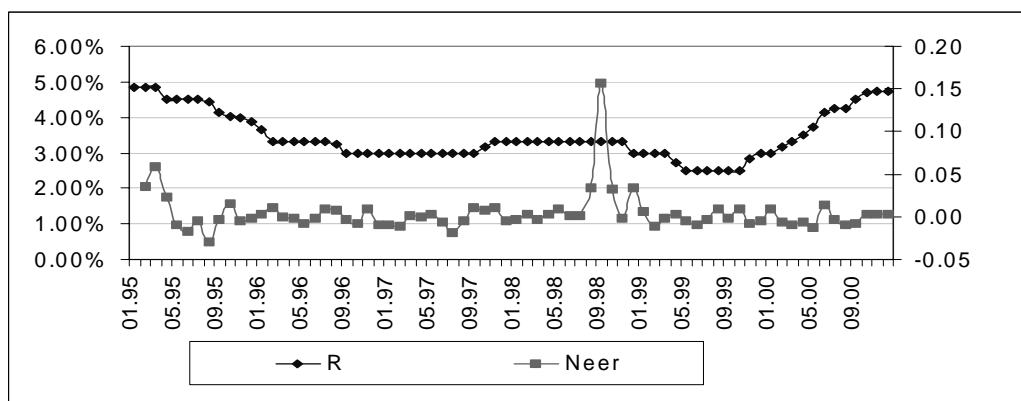
Eesti oludes oleks võimalik koostada indeks, mis sisaldab intressimäära ja vahetukursi mõjusid reaalsektoris. Probleemaatiline on aga lihtsal viisil kaalude leidmine indeksi koostamiseks. Kuna MCI on üldjuhul mudelil põhinev suurus, siis võib MCI ühe alusmudelina kasutada monetaarkeskonna transmissioone kirjeldavat ja empiirilisel hinnatud mudelit, mille abil on eeskätt võimalik leida intressimäära ja vahetuskursi kaalud. Praktiselt leitakse kaalud intressi ja vahetuskursi agregeeritud nõudluse elastsustest ehk kodumaise ja välismaise monetaarkeskonna mõjumäärast kodumaisele agregeeritud nõudlusele.

7. MCI koostamine Lättemäe ja Pikkani transmissioonimudeli¹ põhjal

7.1 MCI komponentide valik

Monetaarkeskonna indeksi koostamise esimene samm on määratleda komponendid, mida soovime indeksisse valida. Traditsiooniliselt koostatakse MCI kas reaalse või nominaalse vahetuskursi ja vastavalt reaalse või nominaalse intressi põhjal. Majanduse spetsiifikat arvestades ei pruugi need komponendid olla samad. Eelkõige sõltub see sellest, millised on majanduses valitsevad monetaartransmissiooni kanalid ja millised majandusnäitajad kirjeldavad transmissiooni piisavalt. Käesoleval juhul seab piirangud komponentide valikuks kasutatav transmissioonimudel.

Eesti majanduse transmissioonimudelis, mis on antud juhul MCI komponentide valiku baasiks, on sisenditena kasutusel Euroopa Keskpanga (EKP) lühiajaline refinantseerimismäär ning vahetuskursi mõjud peaksid ilmnema eelkõige nominaalse efektiivse vahetuskursi kasutamisest mudeli eksogeense sisendina. Refinantseerimismäär kannab väliste šokkide signaale intressikanalisse ja sealt agregeeritud nõudlusesse ning nominaalse efektiivse kursi kaudu kulgevad kursimuutuse ja välishinna muutuste mõjud kodumaistesse hindadesse ja netoeksporti ning sealt reaalsektoris. Seega on käesoleval juhul valitud indeksi komponentideks EKP refinantseerimismäär (R) lühiajalise nominaalse intressi osas ja NEER nominaalse vahetuskursi osas (NEER) (vt joonis 1).



Joonis 1. Monetaarkeskonna indeksi komponendid

¹ Lättemäe, Pikkani (2001).

7.2 Komponentide kaalude leidmine

Teiseks sammuks indeksi koostamisel on leida adekvaatsed kaalud, millega komponente indeksisse kokku kaaluda. Üldjuhul on kaalud ökonomeetrilistel arvutustel põhinevad suurused. Eelpool on toodud asjaolud, mis suurendavad riski saada mõneti ebakorrektnet tulemus, kui kasutada sel viisil leitud kaale.

Toetudes kaalude leidmisel transmissioonimudelile, on hinnatud intressi ja vahetuskursi šokkide mõjusid kodumaisele nõudlusele. Selleks on tõstetud 1 protsendipunkti võrra EKP refinantseerimismäär ja hinnatud mõju SKPle ning vahetuskursi mõjuulatuse selgitamiseks on tõstetud nominaalset efektiivset vahetuskurssi 1 pp võrra² (vt lisa1). Vastavate šokkide mõjud agregeeritud nõudluse näitajale RSKP kujul on toodud järgnevas tabelis:

Tabel 1. Intressi ja vahetuskursi 1 pp suuruse šoki mõju RSKPle

	Intressi šokk	Vahetuskursi šokk
Lühiajaline mõju (12 kuu pärast)	-0,64	-0,32
Keskmine mõju (12 kuu pärast)	-0,75	-0,38
Maksimaalne mõju (6 kuu pärast)	-1,03	-0,45

Elastusnäitajate alusel võime öelda, et tugevama mõjuulatusega on intressi muutused, kus maksimaalne mõju ilmneb umbes kuus kuud pärast šokki. Sealjuures vähendab üheprotsendiline intressi kasv kogunõudlust ligikaudu ühe protsendipunkti võrra. Lühiajaline mõju jääb siiski –0,6 pp ringi. Vahetuskursi mõju ehk NEERi 1 pp kasvu negatiivne mõju on väiksem (keskmiselt 0,38 pp).

Saadud tulemuste põhjal on leitud MCI komponentide kaalud. Tabeli 2 kahes viimases veerus on toodud vastavalt intressimäär ja NEERi šokkide mõjud normeeritult. Ajahorisondiks on valitud aasta, kuna šoki tugevaim mõju avaldub aasta jooksul (vt lisa 1). Kaaludest järeldub, et esimesel perioodil (kohene mõju) on vahetuskursi šoki mõju suurem kui intressil, samas juba järgmisel perioodil on intressi šokk suhteliselt tugevama mõjuga ja seda ka kõigil järgnevatel perioodidel. Poole aasta pärast (maksimaalsete mõjude korral) on intressi ja NEERi kaalud vastavalt 0,70 ja 0,30. Kui arvutada kaalud aasta keskmistest mõjudest, saame intressi kaaluks 0,63 ja vahetuskursi kaaluks 0,37. Kaheaastase perioodi keskmiste mõjude põhjal leitud kaalude korral näeme, et intressi šoki mõju on suhteliselt veelgi tugevam kui vahetuskursi šokil, kaalud vastavalt 0,74 ja 0,26.

² NEERi šoki tehnilist kirjeldust vaata Lättemäe, Pikkani (2001).

Tabel 2. Intressi ja NEERi šokkide mõjud ja kaalud monetaarkeskonna indeksis

Vaatlus pärast šokki	RSKP baas	RSKP kui intressi šokk	RSKP kui NEERi šokk	Intressi šoki mõju (%)	Vahetuskursi šoki mõju (%)	Normeeritud intressi šoki mõju e intressi kaal (%)	Normeeritud kursi šoki mõju e NEERi kaal (%)	
1	3809.8	3804.6	3799.0	-0.136	-0.284	0.323	0.677	
2	3800.6	3782.1	3787.6	-0.488	-0.343	0.587	0.413	
3	3797.0	3768.8	3781.8	-0.743	-0.401	0.649	0.351	
4	3799.8	3761.4	3786.0	-1.011	-0.363	0.736	0.264	
5	3804.0	3763.7	3787.9	-1.060	-0.424	0.714	0.286	
6	3808.1	3764.0	3792.4	-1.159	-0.411	0.738	0.262	
7	3808.6	3769.3	3791.5	-1.032	-0.450	0.697	0.303	
8	3806.8	3775.2	3790.5	-0.829	-0.427	0.660	0.340	
9	3804.7	3779.1	3788.2	-0.673	-0.435	0.608	0.392	
10	3806.6	3783.7	3791.1	-0.601	-0.406	0.597	0.403	
11	3811.7	3787.0	3796.2	-0.647	-0.406	0.614	0.386	
12	3814.9	3790.4	3802.5	-0.642	-0.324	0.665	0.335	
13	3815.2	3791.5	3804.9	-0.622	-0.269	0.698	0.302	
Keskmine								
				1 a	-0.752	-0.389	0.632	0.368
				2 a	-0.598	-0.212	0.738	0.262

7.3 Monetaarkeskonna indeks

Mudelil põhinevate kaalude leidmine on sageli kasutust leidnud ka teistes riikides. Samas on eelpool leitud proportsioon intressimäära ja vahetuskursi muutuste mõju osas (ligikaudu 3:1) sagedasti esinev teiste riikide praktikas (nt Kanadas, Saksamaal).

Käesolevas töös on Eesti monetaarkeskonna indeks arvatud valemi (1) põhjal järgmiselt:

$$MCI_{RSKP,t} = \theta_1 * R_t + \theta_2 * NEER_t$$

kus $NEER_t$ on Eesti krooni nominaalse efektiivse vahetuskursi juurdekasvu ahelindeks ning R_t on vastava perioodi t kuu keskmine EKP refinantseerimismäär.

Tabel 3. MCI kaalud

	θ_1	θ_2
MCI1	0.697	0.303
MCI2	0.632	0.368
MCI3	0.738	0.262
MCI4	0.500	0.500

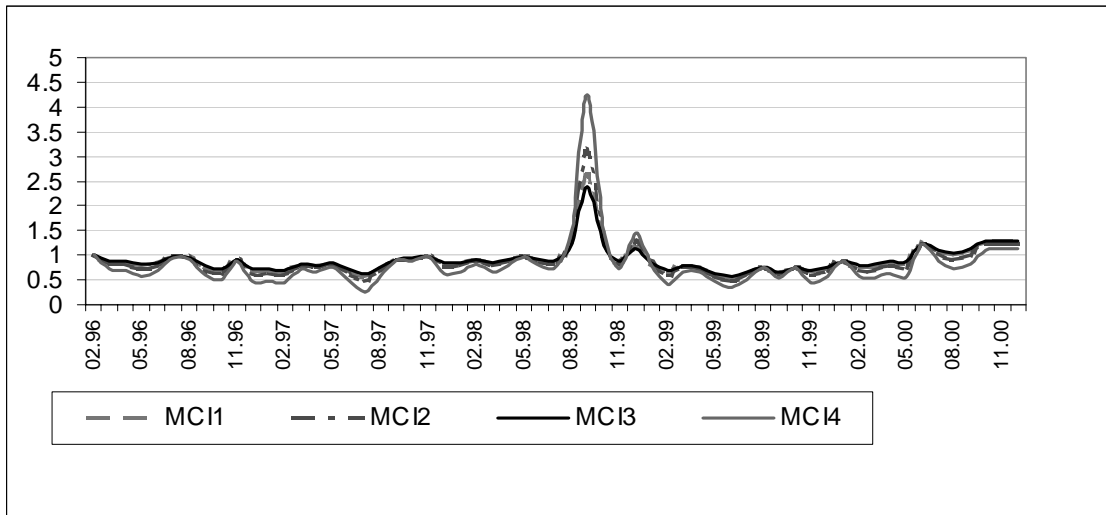
Monetaarkeskonna indeks on arvatud kasutades nelja erinevat kaalude komplekti (vt tabel 3):

MCI1 – kaalud maksimaalsete šokimõjude korral (6 kuud pärast šokki)

MCI2 – kaalud aasta keskmiste mõjude korral

MCI3 – pikaajaliste mõjude korral (horisont kaks aastat)

MCI4 – kaalud on võrdsed



Joonis 2. Monetaarkeskonna indeks eri kaalude korral

MCI dünaamika iseloomustab arenguid monetaarkeskonnas valitsevate tingimuste osas võrreldes baasperiodiga (1996. a jaanuar) ehk paremaid ja halvemaid aegu. Graafikult on näha, et monetaartingimuste kitsenemine on toimunud 1998. aasta teisel poolel, mille põhjuseks on loomulikult Vene kriis ning eelkõige Vene rubla devalveerimine. Eesti majandusele tähendas see tuntuvat välisšokki. Kitsenenud monetaarkeskonna ilmingud peaksid teataval määral toimima ka praegu, mille põhjuseks on 2000. aasta teisel poolel refinantseerimismäärade 1%line tõus. Kitsenemine ei ole küll nii ulatuslik, kui eeldatav intressitõus seda lubaks, kuna teiselt poolt töötab sellele vastu NEERi alanemisest (eelkõige dollari kursi mõjud) tingitud positiivne šokk (vt. lisa 1).

Joonisel 2 toodud eri kaaludega leitud indeksid ei erine üksteisest märkimisväärselt. Võib järeldada, et sel viisil leitud indeks ei ole väga kaalutundlik. Mudelist tulenevate kaalude korral on valdav intressiosakaal. Kui seda vähendada (olulise põhjendusega) ja NEERi osakaalu suurendada, on tulemuseks indeks (MCI4), mis hindab tugevamaks loomulikult Vene kriisi perioodil esinenud välisšokki ja pisut vähendab viimast kitsenemise ulatust.

Kuna indeksisse on kaasatud välisintress ja mitte kodumaine krediituri intress (mudelid defineeritud kõigkõimalik keskmise), siis võiks tekkida küsimus, milline on indeksi kuju siis, kui oleks kaasatud kodumaine intress. Tegelikult on aga mudelist tulenevalt välisintressi 1 pp šoki mõju kodumaisele intressile lühiajaliselt (kuus perioodi) üle ühe protsendipunkti, pikaajaline mõju on samas umbes 0,7 pp juures (vt lisa 1). Seega ei tohiks olla vahet, kas kasutada välismaist või kodumaist intressi, kuna aastasel perioodil on šoki mõju ulatus umbes samas suuruses. Siin aga osutuvad oluliseks asjaolud, mis kõnelevad kodumaise intressi vastu, esiteks ei ole kodumaine intressimäär mudeli seisukohast eksogeenne näitaja ning teiseks sisaldab ta lisaks välisest intressist tulenevale osale ka riskipremiat, viimase osakaal pole aga läbi aja olnud konstantne.

Kokkuvõte

Eesti oludes on võimalik koostada monetaarkeskkonna indeks, mis sisaldab intressimäära ja vahetukursi mõjusid reaalsektorile. Kuna MCI on üldjuhul mudelil põhinev suurus, siis võib MCI ühe alusmudelina kasutada monetaarkeskkonna transmissioone kirjeldavat ja empiiriliselt hinnatud mudelit, mille abil leitakse intressimäära ja vahetuskursi kaalud.

Käesolevas töös on valitud indeksi komponentideks EKP refinantseerimismäär lühiajalise nominaalse intressi osas ja NEER nominaalse vahetuskursi osas.

Vastavalt indeksile võib öelda, et monetaartingimuste kitsenemine on toimunud 1998. aasta teisel poolel, mille põhjuseks on Vene kriis ning eelkõige Vene rubla devalveerimine. Eesti majandusele tähendas see tuntavat välisšokki. Kitsenenud monetaarkeskkonna ilmingud peksid teataval määral toimima ka praegu, mille põhjuseks on 2000. aasta teisel poolel refinantseerimismäära 1 protsendipunktiline tõus. Kitsenemise ulatus ei ole küll nii suur, kui eeldatav intressitõus lubab, kuna teiselt poolt töötab sellele vastu NEERi alanemisest (eelkõige dollari kursi mõjud) tingitud positiivne šokk.

Kasutatud kirjandus

Deutsche Bundesbank, Monthly report, April 1999, *Taylor interest rate and Monetary Condition Index*

Eika, Ericsson, Nymonen (1996), *Hazards in implementing a Monetary Condition Index*, International Finance Discussion Papers No 568, Oct 1996

Freedman (1995), *The role of monetary condition and the Monetary Condition Index in the conduct of policy*, Bank of Canada, Conference on International Development and the Economic outlook of Canada, June 1995

Gerlach S., Smets F. (2000), *MCI and monetary policy*, European Economic Review 44, 2000

Goodhart C., Hofmann B. (2000), *Financial variables and the Conduct of Monetary Policy*, Sveriges Riksbank WP Series No 112, 2000

Hansson B., Lindberg H. (1994), *Monetary Condition index – A Monetary policy indicator*, Quaterly Review, Shwedish Central Bank 1994

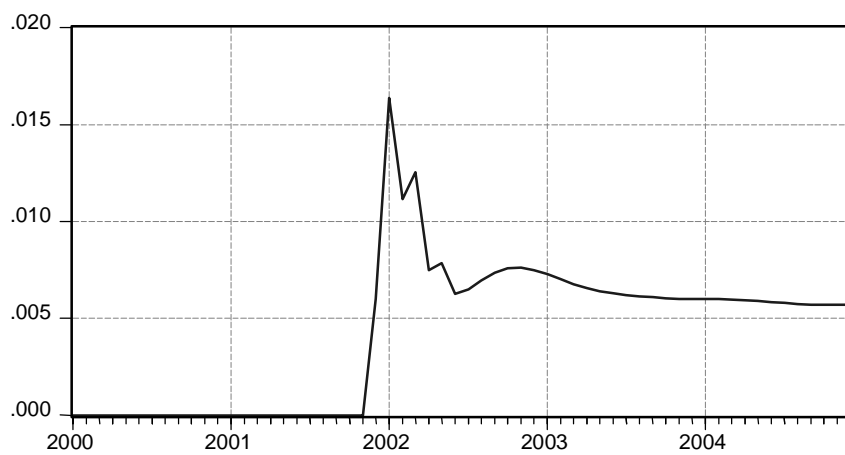
Jore (1994), *Calculation of an Indicator for Monetary Policy*, Penger og Kreditt 1994/2

Lättemäe, Pikkani (2001), *Monetary transmission mechanism under currency board arrangement – theoretical considerations and empirical estimation on Estonian data*, Ilmumisel

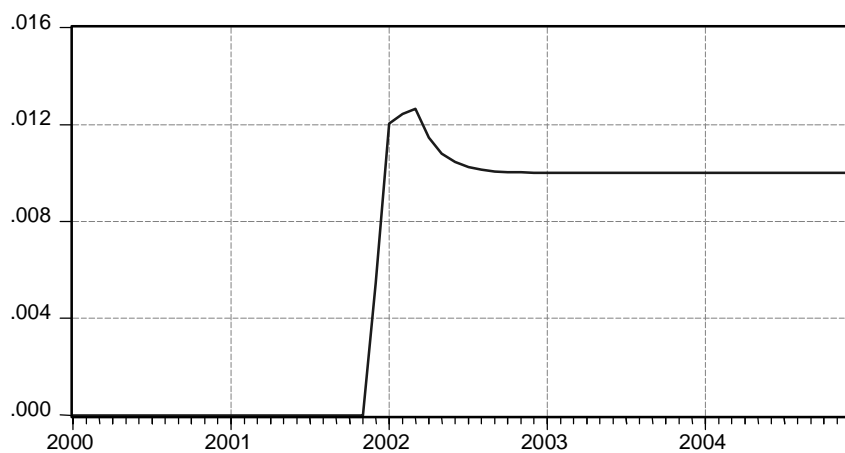
Svensson (1998), *Open-economy Inflation Targeting*, NBER Working paper series 6545, May 1998

Lisa 1. Intressi ja NEERi šokkide tagasimõjud**ECB + 1 pp (01.2001)**

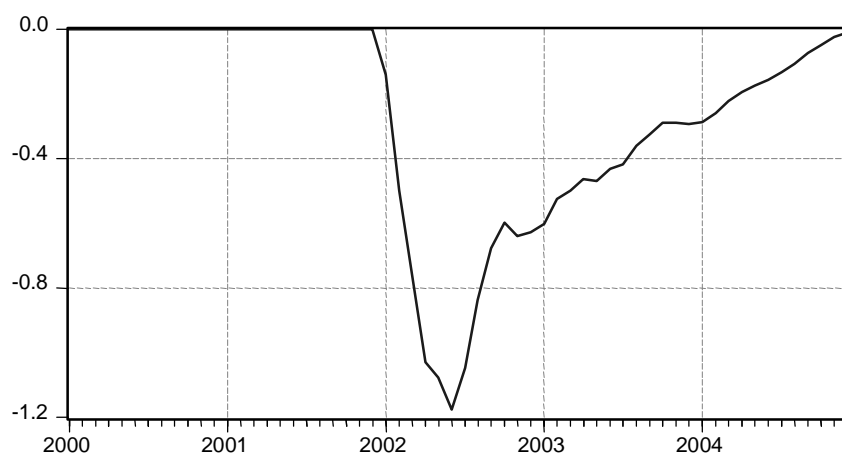
IL_AV hälve



LIBOR_DEM_3M hälve

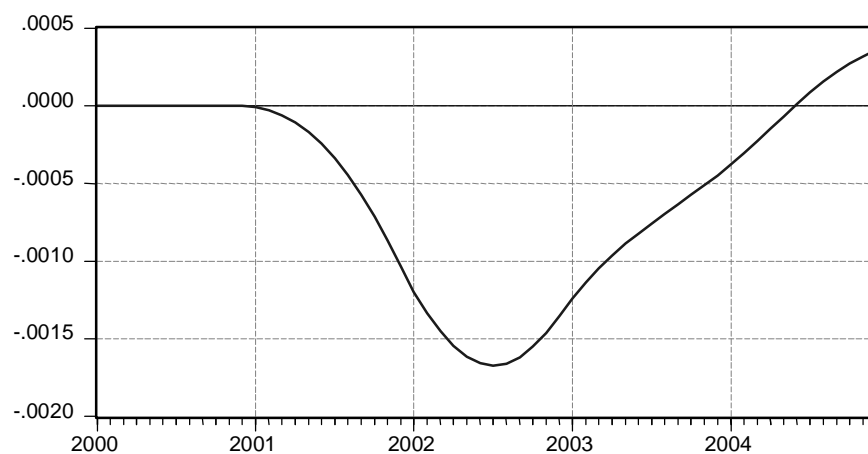


RSKP_P_SAS protsentuaalne hälve

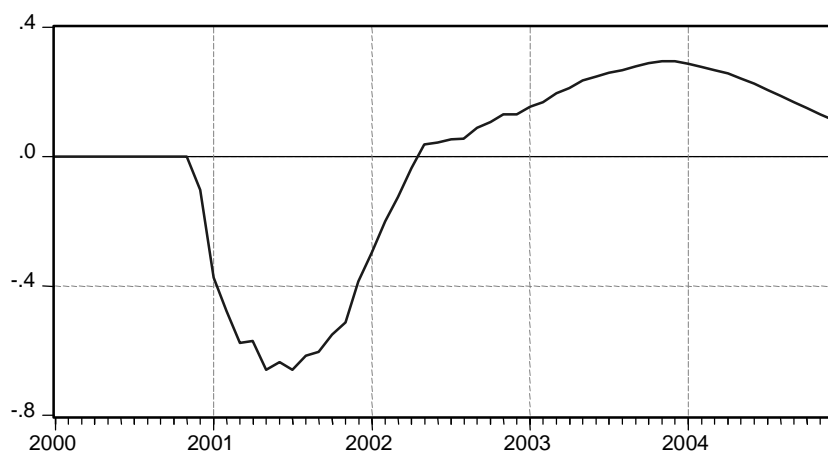


NEER + 1 % (01.2001)

IL_AV hälve



RSKP_P_SAS protsentuaalne hälve



THI_BM95 protsentuaalne hälve

