

## IV. RAHAPOLIITILISE STABIILSUSE TAGAMINE

### MAJANDUSPOLIITIKA PÕHIJONED RAHAPOLIITILISE STABIILSUSE VAATEKOHAST

Üleminekuaja algul tehtud majanduspoliitilised valikud on taganud Eesti majanduse rahvusvahelise ja stabiilse kasvu. Jõudsalt on edenenud nii nominaalne kui reaalne ühildumine Euroopa Liiduga, mis väljendub ka reaalsissetulekute suurenemises. Edu aluseks on olnud rahapoliitika ja kogu majanduspoliitika kooskõla ning sihipäraselt läbi viidud struktuursed reformid. Et majanduse stabiilse arengu tagamine on pidev protsess, siis on raha- ja majanduspoliitika aluseks olnud järjepidevalt koostatavad ja kindla suunitlusega programmdokumendid.

Kõiki majandusprogramme läbivaks jooneks on olnud raha stabiilsuse tagamine krooni fikseeritud vahetuskursi abil, lähtumine tasakaalustatud eelarve põhimõttest ning avatud ja vaba konkurentsi toetava majanduspoliitika säilitamine. Nende põhieesmärkide järjekindel järgimine ongi taganud tootluse püsiva kasvu ning seeläbi Eesti elatustaseme tõusu.

Aja jooksul on majanduspoliitilise kooskõlalise aluseks olevate strateegiliste programmdokumentide roll nii sisemaisel kui ka rahvusvahelisel tasandil pidevalt kasvanud. Selle tulemusena on tõusnud nende kvaliteet ning tõhustunud majanduspoliitika koordineeritus ELi praeguste ja tulevaste liikmesriikidega. Ka 2002. aastal uuendas valitsus keskpika perioodi eelarvestrateegiat ja liitumiseelset arengukava ning täpsustas hõive ja tööturu arengukavas püstitatud eesmärgid.

Rahapoliitika seisukohalt on eriti tähtsad fiskaalpoliitika stabiilsusele ja tööturu paindlikkuse edasisele suurendamisele suunatud meetmed. **2002. aastal jõustus uus riigieelarve (baas)seadus, mis muutis eelarveprotsessi avalikkusele arusaadavamaks ning eelarvepoliitika eesmärkide saavutamise lihtsamaks.** Eelarve baasseaduse täiustamine on seda pidevalt lähendanud ELi stabiilsuse ja kasvu pakti põhimõttele ning ühtlustanud eelarve koostamise printsiipe euroliidu liikmesriikide omadega.

Eelarvepoliitika aluseks on selle tasakaalus hoidmine ühe majandustsükli vältel. Selle põhimõtte järgimiseks on johtuvalt tulude laekumisest tulnud mõnikord muuta kulude suurust ka eelarveaasta keskel. 2002. aastal oli majanduse kasv algselt prognoositust kiirem ja see võimaldas vastu võtta kaks kulusid suurendanud lisaeelarvet, kusjuures aasta kokkuvõttes ületasid tulud kulusid 1,2% oodatava SKP suhtes.

Esimese lisaeelarve suurus oli 0,4% aasta oodatava SKP suhtes. Teine lisaeelarve oli esimesest suurem (0,7% SKP suhtes), kuid sisaldas suhteliselt vähe tarbimise iseloomuga jooksevkulusid. Selle eesmärk oli

rahastada ühekordseid strateegilistes kavades ettenähtud investeeringuid ning maksta tagasi varasemaid võlgu. Arvestades sisenõudluse kiiret kasvu, oli Eesti Pank seisukohal, et lisaeelarved on õigustatud vaid juhul, kui nendega ei kaasne otsest täiendava ressursi suunamist sisenõudlusse.

**2002. aastal toimunud kohustusliku kogumispensioni<sup>1</sup> rakendamine hõlbustab fiskaalpoliitika stabiilsuse tagamist ka keskmisest pikemas perspektiivis.** Sama eesmärki taotlevad riiklik arengukava, mille objektiks on Euroopa Liidu rahaabi otstarbekas kasutamine<sup>2</sup> ning tööõnnetuse kindlustuse ja töötuskindlustuse rakendamise ettevalmistamine.

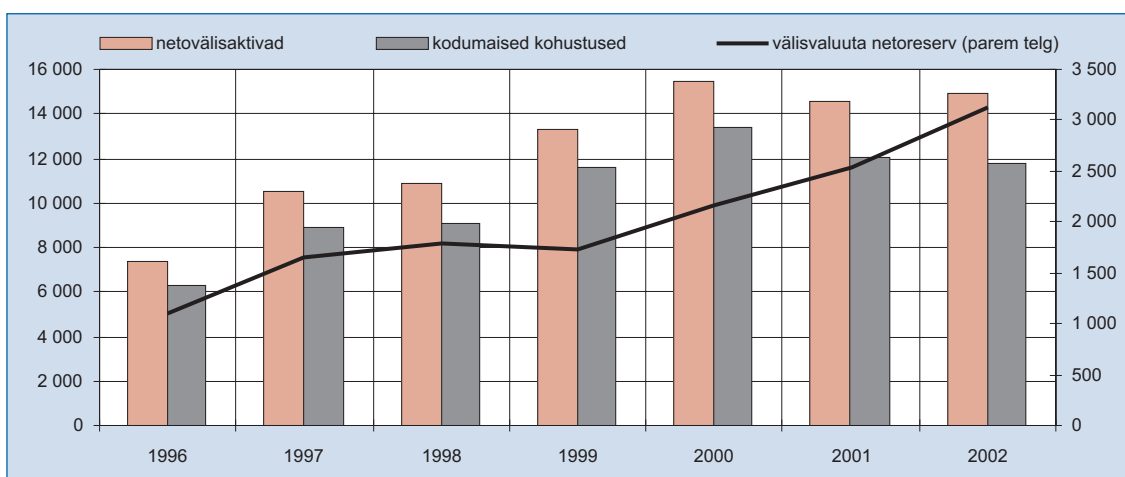
**Vähendamaks välisvõla teenindamise kulusid ja vältimaks valuutade nominaalkursi kõikumisega kaasnevaid võimalikke riske, refinantseeris valitsus 2002. aastal enamiku taasiseseisvusaja algusaastail võetud välislaene.** Selleks korraldati juunis 100 miljoni euroni (1,57 mld kr) ulatunud eurovõlakirjade emissioon.

**Majanduse stabiilne areng võimaldab üha enam pöörata tähelepanu ka tööturupoliitika pikaajalistele eesmärkidele.** 2002. aastal olid selles valdkonnas keskseteks eelistusteks töökeskkonna kvaliteedi parandamine ning haridussüsteemi, sh kõrghariduse edasine reformimine.

## RAHAPOLIITIKA EESMÄRGID JA ARENG

### Järjepidevus

**2002. aastal täitus kümme aastat Eesti rahareformist, mille käigus võeti kasutusele kroon ja loodi valuutakomitee põhimõttele tuginev rahasüsteem.** Krooni vahetuskurs fikseeriti Saksa marga suhtes (1 DEM = 8 EEK). Alates 1. jaanuarist 1999 on Eesti krooni kurs fikseeritud Euroopa Majandus- ja Rahaliidu valuuta euro suhtes (1 EUR = 15,6466 EEK). Eesti kroon on vabalt konverteeritav, st puuduvad piirangud kapitali vabale liikumisele Eesti ja välisriikide vahel.



Joonis 4.1. Eesti Panga netovälisaktivad, kodumaised kohustused ja välisvaluuta netoreserv (mln kr)

<sup>1</sup> Lisaks varem eksisteerinud kohustuslikule jooksvalt finantseeritavale (nn I sammas) ja vabatahtlikule eelfinantseeritavale süsteemiosale (nn III sammas) loodi (pool)kohustuslik eelfinantseeritav osa (nn II sammas). Sellega liitumine muudeti kohustuslikuks kõigile uutele tööturule sisenejatele ning vabatahtlikuks praegustele maksumaksjatele. Süsteemi rakendamine kulges edukalt ja aasta lõpuks oli sellega ühinenud rohkem kui kolmandik Eesti töötajaid. Uus kolme sambaga pensionisüsteem peaks leevendama elanikkonna vananemisest tulenevat survet eelarve kuludele ning tänu segafinantseerimise põhimõttele pakkuma liitunule piisavat kaitset ka finants- ja/või tööturu ebasoodsa arengu korral.

<sup>2</sup> Kava koostamist alustas valitsus 2002. aastal ning see peaks valmima 2003. a I poolel.

**Valuutakomitee süsteem on seotud vahetuskursisüsteemi eriliik, mille puhul keskpanga riigisisesed kohustused peavad olema täielikult tagatud välisvaluutareservega.** Kohustuste all mõeldakse nii baasraha hulka majanduses kui ka kõiki muid Eesti Panga võetud kohustusi ja antud garantiisid. Sellega on kroonile kindlustatud n-ö automaatne kaitse, kuivõrd keskpanga välisreservi vähenemine ei sea ohtu võimet vahetuskursi säilitada (vt joonis 4.1). Valuutakomitee tingimustes on keskpangal seadusega keelatud nii otseselt kui kaudselt krediteerida keskvalitsust ja kohalikke omavalitsusi, mis omakorda loob eeldused läbipaistvale ja konservatiivsele eelarvepoliitikale.

Eesti Panga missioon on kindlustada nii sisemaist kui rahvusvahelist usaldust Eesti raha ja rahasüsteemi stabiilsuse ja terviklikkuse vastu. Keskpanga põhiseaduslik ülesanne seista hea riigi vääringu stabiilsuse eest tähendab pikaajalisele hinnastabiilsusele orienteeritud rahapoliitika kujundamist. Hinnastabiilsuse tagamine toimub stabiilse vahetuskursi kaudu, sest väikese avatud majanduse puhul sõltub hindade areng valdavalt välismõjudest.

Rahapoliitiline järjepidevus koos kindlate strateegiliste eesmärkidega on üks olulisemaid tegureid majanduse arengusuuna määramisel, sh ka inflatsiooniootuste kujundamisel.

## Teel Euroopa Majandus- ja Rahaliitu

Euroopa lõimivas majandusruumis võimaldab Eesti ühinemine Euroopa Majandus- ja Rahaliiduga (EMU) Eesti Pangal kõige paremini ja usaldusväärsemalt täita oma põhiülesandeid – tagada Eestis ringleva vääringu stabiilsus ning madal inflatsioonitase. Põhjus on selles, et erinevalt mitmesugustest muudest arengustsenaariumidest taotleb ka rahaliit püsivat majanduskasvu ja hinnastabiilsust. Tagamaks Eesti sujuvat liitumist EMUga, on Eesti Pank seadnud oma strateegilise arengukava üheks rahapoliitiliseks põhitegevuseks liitumise (sh vahetuskursimehhanismi ERM2 süsteemis osalemise) tingimuste täpsustamise ja ühinemise ettevalmistamise. Seejuures säilib Eesti krooni fikseeritud kursile ja valuutakomitee põhimõttele tuginev rahapoliitiline raamistik kuni liitumiseni EMU ja eurosüsteemiga.

**Liitumine EMU ja eurosüsteemiga toimub kolmes etapis.** Esimeses etapis – kuni ühinemiseni ELiga – säilitab Eesti krooni fikseeritud vahetuskursi euro suhtes, mille tagab senine õiguslik raamistik. Tänapäevaks on Eesti edukalt lõpetanud liitumisläbirääkimised ELiga ning peaks saama euroliidu liikmeks 2004. a mais. Teises etapis, ELi ning vahetuskursimehhanismi ERM2 liikmena (rahaliidu mittetäieliku liikme staatuses), tuleb Eestil viia majandus-, eelarve- ja rahapoliitikat sätestavad seadused vastavusse ELi õigustikuga. Selle etapi vältel peab riik täitma eurosüsteemiga ühinemiseks vajalikud Maastrichti kriteeriumid. Kolmandas etapis ühinetakse euroalaga ning omandatakse rahaliidu täieõigusliku liikme staatus.

Eesti majandusarengu väljavaateid arvestades jätkab Eesti Pank rahapoliitika operatsioonilise raamistiku järkjärgulist ühtlustamist EMU normidega ning teeb vajalikke ettevalmistusi osalemaks Euroopa Keskpankade Süsteemi töös ühtse rahapoliitika kujundamisel. Euro saab Eestis seaduslikuks maksevahendiks Eesti ühinemisel eurosüsteemiga.

## RAHAPOLIITIKA ÜLEKANDEMEHHANISM EESTIS

*Rahapoliitika ülekandemehhanismi all mõistetakse viisi, kuidas keskpanga rahapoliitiliste sammude – näiteks keskpanga intresside või rahapakkumise muutmise – mõju kandub edasi majandusse. Tavapärase käsitluse kohaselt mõjutavad keskpanga rahapoliitilised sammud kodumaiste finantsturgude intressitaset ja likviidsust. Sealt kanduvad rahapoliitilised signaalid*

edasi reaalmajandusse, avaldades mõju kogunõudlusele ja inflatsioonitasemele. Eristatakse intressi-, krediidi-, varade hinna ja vahetuskursikanalit, sõltuvalt sellest, millise kanali kaudu rahapoliitika mõju reaalmajanduseni jõuab.

Eesti rahasüsteem põhineb euro suhtes fikseeritud vahetuskursil ning valuutakomitee põhimõtteil, mistõttu Eesti majandust mõjutavad eelkõige Euroopa Keskpanga rahapoliitilised intressiotsused: euroala intressitaset kujundades mõjutavad need kapitali vaba liikumise tõttu ka Eesti intressimäärasid. Lisaks avaldab Eesti majandusele mõju ka euro kursi muutus, sest euro vahetuskurss muude valuutade suhtes määrab ära Eesti krooni ja muude valuutade vahetuskursid. Need signaalid kanduvad erinevate ülekandekanalite kaudu Eesti reaalmajandusse, avaldades pikemas perspektiivis mõju Eesti kogunõudlusele ja inflatsioonitempole.

2002. aastal jätkus rahaturu- ja laenuintresside alanemine nii euroalal kui ka Eestis. Sealjuures võib üha enam täheldada, et euroala rahapoliitilised intressiotsused mõjutavad kiiresti Eesti rahaturu- ja laenuintressimäärasid. Selline kiire intressitransmissioon on kooskõlas europiirkonna riikide rahapoliitika ülekandemehhanismiga, milles euroala inflatsioonieesmärgi saavutamisel on intressikanalil tähtis roll. Samal ajal väheneb euroala riikides vahetuskursikanali osatähtsus, sest euro kasutuselevõtt kaotas omavahelises kauplemises vahetuskursi kõikumiste mõju.

Kuna finantssüvenemine jätkub Eestis ka eelolevail aastail, siis võib oletada, et intressikanali roll meil järk-järgult suureneb. Samal ajal kasvab ka Eesti majanduse seotus ELi riikidega ning euro roll Eesti väliskaubanduses on suur. See tähendab, et vahetuskursikanali osatähtsus väheneb ka Eestis. Meie rahapoliitika ülekandemehhanismi selline areng sarnaneb euroala riikide omaga ning näitab, et ka rahapoliitika ülekandemehhanismid hakkavad üha enam sarnastuma. Niisugune süvenev side Eesti ja euroala vahel on igati soodne, sest see iseloomustab Eesti kasvavat valmisolekut osaleda Euroopa Majandus- ja Rahaliidus.

## Rahapoliitika aastal 2002

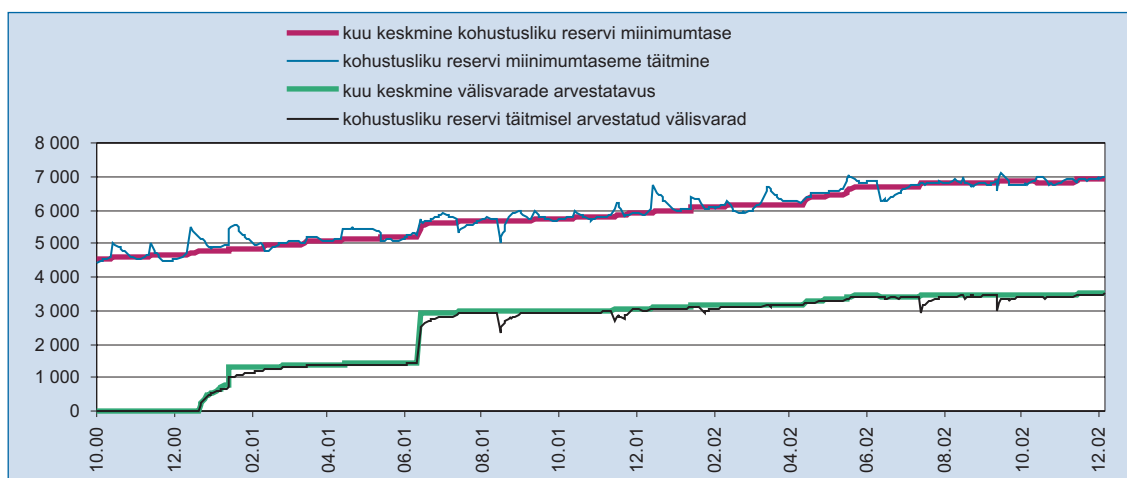
### Rahapoliitika operatsioonilise raamistiku reform

Kavandades Eesti rahasüsteemi lähendamist Euroopa Majandus- ja Rahaliidu omale, otsustas Eesti Pank alustada 2000. aastal rahapoliitika operatsioonilise raamistiku (ROR) reformi. Tollal panga nõukogu poolt kinnitatud strateegia kohaselt jaotub reform kahte etappi, millest esimene lõppes 30. juunil 2001. Teine etapp kestab Eesti ühinemiseni EMUga.

**Reformi esimese etapi** ülesanne oli üle vaadata senine raamistik, et tagada fikseeritud kursi sujuv toimimine valuutakomitee süsteemis ning vähendada turumoonutusi. Olulisim samm oli üleminek välisvarade osalisele arvestatavusele, millega kohustusliku reservi süsteem muudeti turupõhisemaks.

Peamine muudatus seisnes selles, et alates 1. jaanuarist 2001 oli krediidasutustel võimalik kuni 25% (alates 1. juulist 2001 kuni 50%) seni ainult keskpangas hoitud kohustusliku reservi miinimumnõudest täita teatud kvaliteedikriteeriumidele vastavate välisvaradega. Aktsepteeritakse ainult selliseid välismaiseid võlakirju, mis on nomineeritud eurodes ja omavad kõrget krediitireitingut (vähemalt S&P AA-/ Moody's Aa3) ning mille emitentideks on arenenud riikide valitsused või riikideülesed krediidasutused.

Pangasektor võttis välisvarade arvestatavuse hästi vastu. Süsteemiga on liitunud neli krediidasutust ning 2002. a lõpuks oli Eurocleari ja Clearstreami kontodel hoitav likviidsusportfell kasvanud 3,5 miljardi kroonini (vt joonis 4.2). Kuivõrd reformi esimese etapiga kaasnev kvaliteetsete välisvarade kasv ja samaaegne kroonireservi nõude alanemine toimusid praktiliselt võrdses mahus, oli reformi monetaarne mõju neutraalne: likviidsuspuhvrite kogumaht ei muutunud. **Välisvarade arvestatavuse võimaldamine oli kvaliteetsete välispuhvrite loomise aspektist tähtis samm.** Avardades Eesti krediidasutuste võimalusi likviidsuse juhtimiseks euroala rahaturgudel, kujundati sellega tugev alus finantssektori edasiseks ühildumiseks Euroopa finantsturgudega.



Joonis 4.2. Pankade kohustusliku reservi nõue ja selle täitmine (mln kr)

Rahapoliitika operatsioonilise raamistiku **reformi teise etapi** eesmärk on tagada Eesti ühinemise ajaks euroalaga tehniline ja operatsiooniline valmidus kõikide eurosüsteemi rahapoliitiliste instrumentide sujuvaks juurutamiseks. Valuutakomitee spetsiifiline ROR koos valuutaturule ja välisvaradele tugineva likviidsusjuhtimisega võimaldab saavutada eurosüsteemiga liitumise hetkeks täieliku operatsioonilise ühildumise EKPSi operatsioonilise raamistikuga.

Arvestades arenevate turgude suhteliselt suuremat heitlikkust ja väiksemat sügavust ning keskpannga poolse likviidsusabi piiranguid, on ka finantsstabiilsuse ja usaldusvääruse seisukohalt oluline säilitada Eestis eurosüsteemist mõnevõrra suuremad likviidsuspuhvrid. Kohustuslike reservide taseme lähenemine eurosüsteemi omale saab toimuda järk-järgult ning eeskätt vastavalt majanduse arengule. **Viimaseil aastail ongi krediidasutuste tasustatavate kohustuslike reservide tase (kroonireservi nõue) Eesti Pangas märgatavalt alanenud eurosüsteemi taseme suunas** – 2000. a lõpu ca 10,4%lt 1. juuliks 2001 5,2%le kohustusliku reservi baasist. Koos maksesüsteemide arenguga on krediidasutused hakanud efektiivsemalt rahavooge juhtima. Eurosüsteemis on keskpankades hoitavate kohustuslike reservide tase 2%.

**2002. aastal valmistas Eesti Pank ette 1. märtsist 2003 rakendunud tehnilised muudatused Eesti kohustusliku reservi baasi arvestuse lähendamiseks eurosüsteemi raamistikule**<sup>3</sup>. Kohustusliku reservi baasi kuuluvate bilansikirjete ühtlustamise kõrval märgivad antud muudatused ka tähtajalise arvestuse põhimõtte rakendamist: 1. märtsist jõustunud korra kohaselt eristatakse kohustusliku reservi baasi arutamisel kohustusi tähtajalise struktuuri<sup>4</sup> ning kohustuste liigi järgi (vt tabel 4.1). Eurosüsteemis rakendatakse nende

<sup>3</sup> Eesti Panga nõukogu võttis vastava otsuse nr 5-2 vastu 31. oktoobril 2002.

<sup>4</sup> Kohustusliku reservi nõude arvestusbaasis eristatakse kohustusi, mille järelejäänud tähtaeg on kas üle või alla 2 aasta.

suhtes erinevat kohustusliku reservi nõude määra. Ka Eestis võeti nüüd kasutusele kaks kohustusliku reservi nõude määra – üldmäär kuni kaheaastaste kohustuste jaoks ja erimäär sellest pikema tähtajaga kohustuste ja repotehingute jaoks. Kokkuvõttes muutus alatest 2003. a märtsist vaid kohustusliku reservi baasi struktuur, reservinõude määrad on endiselt 13%. Seega on ka Eesti Pangas olevate hoiustega täidetav kroonireservi nõue endiselt 5,2%.

**Tabel 4.1. Eesti Panga rahapoliitika operatsioonilise raamistiku kujunemine**

	1999 <sup>1</sup>	2000	2001	2002	2003
<b>1. Välisvaluuta ostu- müügi püsivõimalus</b>	Eesti Pank kohustub piiranguteta vahetama Eesti krediitdiasutustega USD, JPY, SEK, GBP, EUR kroonideks ja vastupidi.				
Välisvaluuta ostu- ja müügittehingute kursierinevus	Eesti Panga ja krediitdiasutuste vaheliste EUR-EEK valuuta ostu- ja müügittehingute kursierinevus puudub (1 EUR = 15,64664 EEK). Alates 1. jaanuarist 1999				
<b>2. Kohustuslikud reservid</b>	Eesti krediitdiasutused on kohustatud teatud osa kaasatud võõrvahenditest hoidma likviidsena Eesti Panga poolt määratud varades.				
1) Kohustusliku reservi arvestusbaas	a) Võlgnevused klientidele (sh repotehingud); b) pankade poolt emiteeritud võlakirjad; c) netovõlgnevus välismaistele krediitdiasutustele; d) finantsgarantiid finantseerimisasutustele ja mitteresidentidest krediitdiasutustele. Alates 1. septembrist 1998 <sup>2</sup>		a) Võlgnevused klientidele; b) pankade poolt emiteeritud võlakirjad; c) võlgnevus välismaistele krediitdiasutustele; d) repotehingud; e) konsolideerimisgruppi kuuluvate finantseerimisasutuste kohustuste tagamiseks väljastatud finantsgarantiid; f) allutatud kohustused; g) valitsuse laenu- ja välisabifondid. Alates 1. märtsist 2003 <sup>3</sup>		
2) Kohustusliku reservi kuu miinimumnõude suurus	10% kohustusliku reservi arvestusbaasist Alates 1. jaanuarist 1993	13% kohustusliku reservi arvestusbaasist Alates 1. juulist 2000	Üldmäär 13% ja erimäär 13% kohustusliku reservi arvestusbaasist Alates 1. märtsist 2003 <sup>4</sup>		
Lisalikviidsusnõude suurus	3% kohustusliku reservi arvestusbaasist <sup>5</sup> Ajavahemikul 1. november 1997 kuni 30. juuni 2000		–		
3) Kohustusliku reservi nõude täitmiseks kõlblikud varad	a) Hoiused Eesti Pangas; b) krediitdiasutuste sularahakassa - kuni 20% kuu miinimumnõude suurus. Alates 19. juunist 1998		a) Hoiused Eesti Pangas; b) krediitdiasutuste sularahakassa - kuni 20% kroonireservi nõude suurus; c) kvaliteetsed välismaised väärtpaberid - kuni 50% kohustusliku reservi nõude suurus. <sup>6</sup> Alates 1. juulist 2001		
4) Kohustusliku reservi kuu miinimumnõude täitmise arvestuspõhi-mõte	Kuu keskmise täitmise järgimine. Keskmise arvutamine algab iga kuu esimesel ja lõpeb viimasel kalendripäeval. Alates 1. juulist 1996				
Igapäevane miinimumnõue	40% kohustusliku reservi kuu miinimumnõudest. Alates 1. novembrist 1997		40% kroonireservi nõudest. Alates 1. jaanuarist 2001		
5) Tasustamine	Euroopa Keskpannga deposiidiintress. Alates 1. juulist 1999				
<b>3. Hoiustamise püsivõimalus</b>	Eesti Pank pakub krediitdiasutustele võimalust teenida kuu miinimumnõude taset ületavalt arvelduskonto kuu keskmiselt saldolt Eesti Pangas intressi.				
	Euroopa Keskpannga deposiidiintress alates 1. jaanuarist 1999. 1. novembrist 1997 kuni 31. detsembrini 1998 Saksa Liidupanga diskontomäär.				
<b>4. Eesti Panga laenusertifikaadid (CD-d)</b>	Eesti Pank korraldab üks kord kuus liiteeritud emissioonimahuga (kuni 30 mln kr) Eesti Panga lühiajaliste (1 kuu) sertifikaatide oksjoneid. Ajavahemikul 19. märts 1993 kuni 19. mai 2000		–		
<b>5. Võimalus müüa välismaiseid väärt-pabereid Eesti Pangale</b>	–		Eesti Pank nõustub ostma krediitdiasutustelt väärtpabereid, mis vastavad kohustusliku reservi nõude täitmisel aktsepteeritavatele kvaliteedinõuetele. Alates 1. jaanuarist 2001		

<sup>1</sup> Varasemate aastate operatsioonilise raamistiku nõudeid vaata Eesti Panga eelnenud aastaaruannete rahapoliitika peatükist.

<sup>2</sup> Alates 1. augustist 1998 arvestati finantsgarantiid 50% ulatuses, alates 1. septembrist 1998 100%liseselt.

<sup>3</sup> Alates 1. märtsist 2003 ei arvata enam krediitdiasutuste kohustustest mitteresidentsete krediitdiasutuste ees maha nende nõudeid välispankadele. Samuti kaasatakse arvestusbaasi allutatud kohustused ning valitsuse laenu- ja välisabifondid.

<sup>4</sup> Alates 1. märtsist 2003 eristatakse kohustusliku reservi nõude puhul üldmäära ja erimäära. Erimäära rakendatakse üle kaheaastase tähtajaga kohustustele ja repotehingutele.

<sup>5</sup> Alates 1. novembrist 1997 – 2%, alates 1. detsembrist 1997 – 3% kohustusliku reservi arvestusbaasist.

<sup>6</sup> Alates 1. jaanuarist 2001 – välisvarade arvestatavuse piirmäär 25%, alates 1. juulist 2001 – 50% kohustusliku reservi nõude suurus.

Kohustusliku reservi nõude arvestusbaasis asendati senine netovõlgnevus välismaistele krediidasutustele brutonõudega, st Eesti krediidasutused ei saa enam kohustustest välispankade ees maha arvata nõudeid välispankadele. Samuti kaasatakse kohustusliku reservi nõude arvestusbaasi allutatud kohustused ning valitsuse laenu- ja välisabifondid. Erinevalt eurosüsteemist jäävad baasi esialgu sisse konsolideerimisgruppi kuuluvatele finantseerimisasutustele väljastatud finantsgarantiid, mis kaasati baasi 1998. aastal turuväärastuste tasandamiseks (pidurdamaks finantseerimistegevuse kiirenevat liikumist pangasektorist finantssektori muudesse osadesse).

Muudatused kohustusliku reservi nõude arvestusbaasis ei ole seotud meetmetega, mida keskpank rakendas 2002. a sügisel Eesti majanduse tasakaalustamiseks, vaid need lähtuvad ainuüksi RORi reformi strateegiast.

Ettevaatavalt võib jätkuva operatsioonilise ühildumise puhul tähtsaimaks pidada tehnilise valmiduse loomist avaturutehingute sujuvaks juurutamiseks alates eurosüsteemiga liitumise momendist. Eesti rahapoliitika alused ja krooni fikseeritud kurss jäävad muutumatuks kuni ühinemiseni EMUga.

### ***Eesti Panga ja valitsuse poolt sügisel võetud meetmed***

Kogu 2002. a jooksul valitses maailmamajanduses nõrkus, mis on kujunenud oodatust pikemaajalisemaks – kui algul oodati elavnemist aasta II poolel, siis 2003. a alguseks on lootused elavnemisele lükkunud rohkem kui aasta võrra edasi. Maailmamajanduse väljavaadete halvenemisest hoolimata jäi Eesti erasektori tulevikuoptimism 2002. a II poolel kõrgeks. Seda soodustas alanev intressitase ja viimasest tingitud reaalsektori suur laenuõudlus – pankade laenu- ja liisinguportfelli kasv kujunes viimaste aastate suurimaks, avaldades kõige selgemini kinnisvarasektori puhul. Suurenesid nii eraisikute elamuinvesteeringud kui ka kinnisvaraarendus. Kokkuvõttes kasvas oluliselt sisenõudluse roll majanduskasvus ning kasvu kiirus oli Eesti peamise ekspordipartneri ELi omast oluliselt suurem.

Samas olid Eesti majanduse kiire kasvu aluseks varem kogutud reservid ning välismaise laenuraha ulatuslik kasutamine, erasektori sisemaine säästmine aga vähenes. Eesti jooksevkonto puudujääk süvenes järsult, jõudes viimase nelja aasta kõrgeimale tasemele. Oluliselt kasvas ka välismaise võlakapitali roll selle finantseerimisel – esmakordselt katsid otseinvesteeringud vähem kui poole Eesti välisfinantseerimise vajadusest. Aasta II poolel hakkas tugeva laenuõudluse toel halvenema ka eraisikute finantspositsioon – nende võlakoormus suurenes kiiremini kui nende hoiused. Neis tingimustes töötas valitsus välja teise lisaelarve, andes märku riigi rolli võimalikust vähenemisest sisemaises säästmises.

Maailma jätkunud majandusnõrkuse taustal kiirenenud Eesti sisenõudluse kasv ning sellega kaasnenud sisemaise säästmise vähenemine, kiire sisemaine laenukasv, jooksevkonto saldo halvenemine ja välisvõlgnevuse kasv kajastasid tekkinud tasakaalustamatust Eesti majanduse arengus, näidates vajadust ohjeldada laenukasvu kiirust ning suurendada kodumaist säästmist. **Tasakaalustamatusele tähelepanu juhtimiseks ja olles konsulteerinud valitsuse ning turuosalistega, otsustas Eesti Pank 2002. a septembris rakendada meetmeid Eesti majanduse tasakaalustamise toetamiseks.**

Esiteks soovitas keskpank valitsusele viia osa Eesti kommertspankades hoitavaid hoiuseid välismaale, kuivõrd nende maht oli tänu heale maksulaekumisele oluliselt suurenenud. Selle rahapoliitilise signaali eesmärk oli juhtida avalikkuse ja finantssektori tähelepanu erasektori säästude vähesusele laenuõudluse finantseerimisel ja välislaenamisele põhineva laenukasvu suurenemisele. Kokku vähendas valitsussektor 2002. a II poolel hoiuseid kodumaistes pankades rohkem kui miljardi krooni võrra.

Teiseks juhtis Eesti Pank koostöös Finantsinspeksiooniga kommertspankade tähelepanu majanduskeskkonna riskide suurenemisele ja andis soovitusi laenutegevuse osas. Lisaks üldistele soovitudele juhiti tähelepanu kommertskinnisvara, eluaseme- ja tarbimislaenudega seotud täiendavaile riskidele. Ka toimusid



mitmed kohtumised kommertsbankade juhtidega ning Finantsinspektsiooni töötajad arutasid koos bankade laenu- ja riskijuhtimise spetsialistidega neid soovitusi.

Eesti Panga sүgiseste meetmete eesmärk oli juhtida avaliku majanduspoliitilise diskussiooni abil üldsuse tähelepanu kiire laenukasvuga seotud riskidele. Väliskeskonna suure määramatuse taustal oli oluline teadvustada neid ka laenuvõtjatele enestele. 2002. a lõpukuudel toimus teatav stabiliseerumine nii sise- kui ka laenuõudluses ning tasakaalustamatuse kasv pidurdus. Samas pole suur jooksevkonto defitsiit ning laenuõudlus hakanud oluliselt vähenema ning märkimisväärseid muutusi pole veel toimunud ka bankade finantskäitumises. Kuigi viimaseil hinnanguil on majanduse tasakaalustamatus mõnevõrra leevendumas, vajavad võimalikud ohud ka edaspidi tähelepanelikku jälgimist. Väliskeskonna arengul on riskide analüüsi seisukohalt oluline osa.

Ootuste kohaselt leidis keskpanga tähelepanujuhtimine aasta II poolel elavat vastukaja. Arvestades teravnenud geopoliitilisi riske, mis mõjutavad paratamatult maailmamajanduse kasvu taastumise kiirust, on oluline säilitada konservatiivne hoiak nii erasektoris kui majanduspoliitikas.

## **EUROSULARAHA KASUTUSELEVÖTT JA EUROSTUMINE**

**2002. aastast võeti eurosüsteemiga ühinenud Euroopa Majandus- ja Rahaliidu liikmesriikides kasutusele eurosularaha, mille tulemusena kaotasid kehtivuse nende liikmesriikide rahvusvaluutad.** Tagamaks euro sujuvat kasutuselevõttu ja euro komponentvaluutade tõrgeteta kõrvaldamist raharinglusest, osalesid ELi liikmesriikide keskpankade kõrval eurosularaha eeljaotuses ka mõnede kandidaatriikide keskpangad, sh Eesti Pank.

Eestis kehtiv valuutakomitee põhimõtteil baseeruv rahasüsteem põhineb efektiivseil turgudel, mistõttu reeglina juhib valuuta sularahavooge turg ilma keskpanga vahenduseta. Arvestades eurosularaha kasutuselevõtu erakordsust ja mastaape, pidas Eesti Pank seekord vajalikuks korraldada turgude likviidsuse tagamiseks eurosularaha ühekordne hankimine EKPSilt. Soome Panga kaasabil varustati Eesti krediidiasutused vajaliku koguse eurodega. Kui 2001. a lõpus suurenes mõnevõrra kroonisularaha nõudlus, sest euroala riikide omavaluutade müük krediidiasutustele kasvas, siis eurosularaha nõudlus jäi 2002. a alguses euro komponentvaluutade nõudluse tavapärasele tasemele.

Eurosularaha kasutuselevõtt, nagu euro käibelevõtt 1999. aastal kontorahanagi, tekitas diskussiooni euro kasutamisest euroalast väljapoole jäävais riikides. Eesti eesmärk on ühineda EMUga ning võtta euro kasutusele reeglite järgi, loobudes rahvusvaluutast ja läbides Euroopa Lepingus ettenähtud etapid.

Euro vabatahtliku kasutamise tase majanduses turuosaliste poolt paralleelselt rahvusvaluutaga e eurostumine on Eestis stabiilselt madal, mis näitab krooni suurt usaldusväärust. Mõõdukas eurostumise tase peaks Eestis säilima ka lähiaastail, sest ulatuslik kahe vääringu samaaegne kasutamine sularahana ei ole sellega kaasneva kulu ja riskide tõttu majanduslikult efektiivne. Rahaliiduga ühinemise järel peaks üleminek eurosularahale toimuma Eestis niipea kui võimalik (nt 1992. a rahareformi ajal paralleelkäive puudus). Seda väidet kinnitasid ka Emori poolt 2002. a veebruaris läbi viidud küsitlusel osalenud turuosalised. **Arvestades Eesti lõimumise astet ELiga, on meie riigi jaoks optimaalne lahendus euro võimalikult kiire kasutuselevõtt vastavalt Euroopa Liidu õigustikule.**



## Koostöö Euroopa Keskpangaga

Seoses valmistumisega liitumiseks eurosüsteemiga tihenes 2002. aastal koostöö Euroopa Keskpanga ja ELi kandidaatriikide keskpankade vahel, sh korraldati ühiseid rahapoliitika seminare. Peamisteks teemadeks olid rahapoliitika ülekandemehhanismi toime, vahetuskursi küsimused ning rahapoliitika operatsioonilise raamistiku ühildamine.

Ühisseminaride eesmärk on analüüsida aktuaalseid majandusküsimusi ja probleeme ning arendada keskpankade vahelist koostööd, tagamaks kandidaatriikide sujuv ühinemine eurosüsteemiga. Osutus, et hinnangud Eesti ning EMU rahapoliitika ülekandemehhanismile langesid suures osas ühte: intressimäärade roll rahapoliitiliste impulsside vahendajana suureneb ja vahetuskursi roll ülekandemehhanismis väheneb. Edaspidi soovitakse põhjalikumalt uurida struktuursete muutuste mõju ülekandemehhanismile ning rahapoliitika mõju kogunõudluse erinevatele sektoreile. Vahetuskursi küsimuste puhul rõhutati, et majandus- ja rahapoliitika peavad eelkõige hea seisma makromajandusliku stabiilsuse eest, tagades madala inflatsioonitaseme ning stabiilsed vahetuskursiootused. Eurosüsteemiga ühinemise eelduseks on eeskätt kandidaatriigi suutlikkus viia ellu hinnastabiilsusele suunatud majanduspoliitikat ning tagada jätkusuutlik majanduskasv.

Rahapoliitika operatsioonilise raamistiku ühildamise diskussioonis toonitati, et majanduspoliitiline stabiilsus on tähtsaim tegur ühinemisel rahaliiduga ning seda tuleks arvestada operatsioonilise lähenemise ettevalmistamisel. Eesti Pank on tegelnud rahapoliitika operatsioonilise raamistiku järkjärgulise lähendamisega eurosüsteemi omale alates 1999. aastast.

## KÜMME AASTAT EESTI RAHAPOLIITIKAT

*Eesti rahapoliitika on alates 1992. a rahareformist olnud suunatud raha stabiilsuse saavutamisele ja selle säilitamisele, tagamaks hinnastabiilsust ning jätkusuutlikku majanduskasvu. Rahareformiga pandi alus stabiilse makromajanduskeskkonna kujunemisele, mida on toetanud eelkõige tasakaalukas majanduspoliitika, järk-järgult tugevnenud finantssektor ning reaalsektori kiire ümberorienteerumine arenenud välisurgudele.*

*Taasiseseisvunud Eesti rahapoliitika võib tinglikult jagada kolme etappi: (1) rahasüsteemi loomine ja rakendamine; (2) rahapoliitilise raamistiku ajakohastamine; (3) valmistumine ühinemiseks eurosüsteemiga.*

*Kõige olulisem rahapoliitiline sündmus möödunud kümne aasta jooksul on vaieldamatult rahareform ise, mille eesmärk oli eelkõige võtta kasutusele oma raha ning saavutada vahetuskursipoliitika kaudu majanduslik stabiilsus. Eduka reformi tulemusena alanesid kiiresti nii inflatsioonitempo kui hoiuse- ja laenuintressid. Koos majandusliku stabiilsuse saavutamisega kasvas usaldus Eesti krooni suhtes, mille tulemusena suurenesid Eesti kui areneva riigi jaoks väga olulised välisinvesteeringud.*

*Lisaks konservatiivse majanduspoliitika toetamisele püüti reformijärgseil aastail tõsta finantsüsteemi efektiivsust, luues selleks selge, rahvusvahelistest normidest lähtuva regulatiivse raamistiku (sh kapitali adekvaatsuse, likviidsusnormatiivide ning minimaalse aktsiakapitali nõuded). Turumajanduse edenedes kaotati järk-järgult välisvaluutaturu piirangud ja kapitali liikumise piirangud. See andis tõuke edasiseks lõimumiseks välisurgudega. Turupõhine pangasüsteemi likviidsuse juhtimine on toimunud suuremate tõrgeteta. Kapitali vaba liikumise ja*

*intressiarbitraaži tingimustes kajastusid rahapoliitika ülekandemehhanismi kaudu ankurvaluuta kursi- ja intressimäära muutused ka Eesti rahasüsteemis: krooni vahetuskurss tugevnes, rahaturuintressid alanesid.*

*1990. aastate keskpaigas süvenes vajadus rahapoliitilise raamistiku korrastamise järele. Pangasüsteemi välisturgudega lõimumise soodustamiseks kaotati Eesti Panga ja krediidi-asutuste vaheliste Eesti krooni ja ankurvaluuta ostu- ja müügitehingute kursierinevus, kodumaise rahaturu arengu soodustamiseks hakkas keskpank noteerima rahaturu intressimäärasid. Lisaks asendati likviidsuspuhvrite suurendamiseks pankade kohustusliku reservi pideva täitmise nõue kuu keskmise täitmise nõudega ning loodi hoiustamise püsivõimalus. Samas tuli piirava meetmena laiendada kohustuslike reservide baasi, ohjeldamaks kiire välislaenamise ja sisenõudluse kasvu. 1997. a Aasia ja 1998. a Vene kriisist tingitud ebakindlus välisturgudel suurendas likviidsusriski ning süvendas vajadust täiendavate puhvrite järele, mille tulemusena kehtestati krediidiasutustele lisalikviidsusnõue. Eesti Panga sammud monetaaringimuste kitsendamiseks olid olulised, taastamaks majandusšokkidest ajendatud pankade konsolideerumislaine järel usaldust pangasüsteemi vastu, mis tagaks jätkusuutliku finantssüvenemise.*

*Majanduskeskkonna stabiliseerudes kujunes 1999. aastal Eesti kui ELi kandidaatriigi ja euro kontorahana kasutuselevõtu kontekstis Eesti rahapoliitika oluliseks teemaks valuutakomitee rahasüsteemi tõhustamine ning ettevalmistused ühinemiseks EMUga. Eurosuunaliste rahapoliitiliste stsenaariumide väljatöötamise ja analüüsi kõrval on viimaseil aastail aktiivselt tegeldud rahapoliitika operatsioonilise raamistiku sujuva ühtlustamisega EKPSi raamistikuga. Sarnaselt eurosüsteemile tasustatakse nüüd krediidiasutuste poolt keskpangas hoitavaid kohustuslikke reserve ning eristatakse reservi baasis lühi- ja pikaajalisi kohustusi. Kohustusliku reservi süsteem on muutunud turupõhisemaks ka välisvaradel põhineva likviidsusjuhtimise võimaluse tõttu. Tehnilistele ümberkorraldustele vaatamata jääb Eestis kuni eurosüsteemiga ühinemiseni kehtima senine valuutakomiteel põhinev rahasüsteem.*

*Eesti rangele reeglilikule tuginev rahasüsteem on kogu taasiseseisvusaja vältel end õigustanud ning loonud kindla raamistiku usaldusväärse ja läbipaistva rahapoliitika kujundamiseks. Eesti elanike heaolu kasvuks, mida toetab liitumine EMUga, on vaja tagada majanduse reaalne ja nominaalne konvergens Euroopa suunal. Sujuva ühildumise eeldusteks on konservatiivne eelarve- ja majanduspoliitika, jätkusuutlik finantssüvenemine ning struktuursete reformide jätkumine, tõstmaks Eesti usaldusväärust nii residentide kui välisinvestorite silmis.*

## REGULAARNE MAJANDUSANALÜÜS, PROGNOOS JA MAJANDUSUURINGUD

On äärmiselt oluline, et iga rahapoliitilise otsuse (laiemalt – iga majanduspoliitilise otsuse) tegemisel arvestataks majanduse hetkeseisu ning hinnataks õigesti otsuse mõju. Eesti Panga **jooksev majandusanalüüs** peab andma võimalikult täpse ülevaate Eesti ja maailmamajanduse olukorrast ning perspektiividest. Keskpanga majandusanalüüsi süsteem põhineb regulaarseil kuu- ja kvartaliülevaateil. Kuuülevaated sisaldavad Eesti Panga analüütikute hinnanguid majanduspoliitilisele olukorrale, kvartaliülevaateis lisanduvad neile ka majanduspoliitilised soovitusel. **Kord kvartalis avaldatav majanduspoliitiline kommentaar on Eesti Panga olulisim majanduspoliitiline väljund avalikkusse.**

Eesti Pangas läbiviidavad **majandusuuringud** aitavad keskpangal täita seadusega ettenähtud kohustusi, toetada jooksvat analüüsi ja prognoosimist, osaleda Eesti majanduspoliitilises diskussioonis ning informeerida avalikkust majanduse arengust.

Majandusuuringud põhinevad **strateegilisel uurimisplaanil**, mis määratleb pangas tehtavate uuringute üldise raamistiku. Peamine analüüsivaldkond on valuutakomitee usaldusvärsuse säilimine ja Eesti majanduse ning rahasüsteemi sujuv lõimumine EMU omaga. 2002. aastal läbi viidud uurimisprojektid hõlmasid muu hulgas veel kahte väga olulist teemat – Eesti tööturgu ja majandustsükleid. Neist valmis kokku neli uurimust. Samuti oli jätkuvalt olulisel kohal prognoosimudeli täiustamine.

Uurimistöö toimub põhiliselt majandusuuringute osakonnas, ehkki jooksvat analüüsi tehakse ja lühemad uuringud valmivad ka muudes osakondades. Rahvusvahelise oskusteabe saamiseks kaasatakse ka külalisuurijaid, 2002. aastal oli neid näiteks Ungarist, Prantsusmaalt ja Saksamaalt.

**Prognoosi** valdkonnas tihenesid 2002. aastal koostöösidemed Soome Pangaga. Kolleegid tutvustasid regulaarse prognoosi valmimist. Soome Pangas kasutatavaid mudeleid ja prognoosimise korraldust saab eeskujuks võtta ka valmistumisel ühinemiseks rahaliiduga.

**Eesti krooni taaskasutuselevõtu 10. aastapäevale pühendatud ürituste sarjas** anti välja mahukas teadus-artiklite kogumik *Alternative Monetary Regimes in Entry to EMU* (Alternatiivsed rahasüsteemid Euroopa Majandus- ja Rahaliiduga ühinemisel), mille autoreiks on tunnustatud eksperdid kogu maailmast. Raamatut esitleti Eesti finants- ja akadeemilisele ringkonnale 2002. a novembris. Samuti leidis aset aastapäevale pühendatud teadusseminar, kus esitleti Balti keskpankade ühisuuringu tulemusi reaalse vahetuskursi ja konkurentsivõime seoste kohta. Et ühisprojekt kulges edukalt, siis otsustati koostööd jätkata veel ühel kandidaatriikide keskpankadele aktuaalsel teemal: rahapoliitika ülekandemehhanism.