

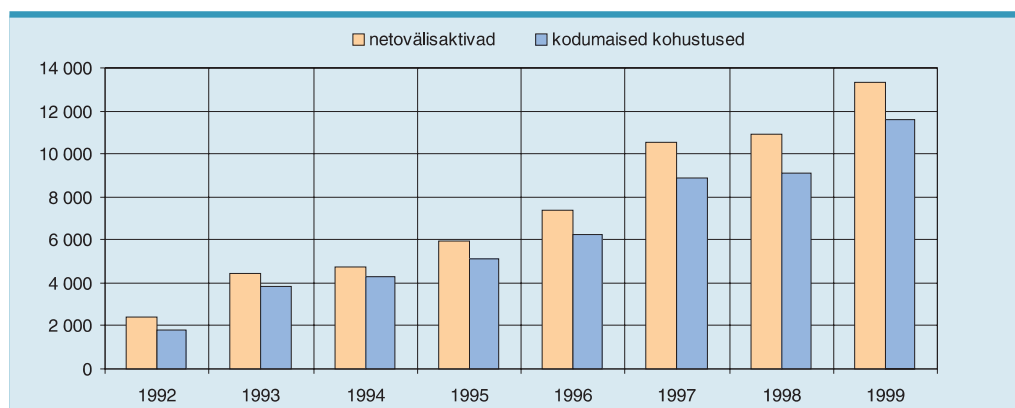
IV. JÄRJEPIDEV RAHAPOLIITIKA

Eesti rahapoliitika korraldus

Alates 1992. a rahareformist on Eesti rahasüsteem tuginenud Eesti krooni fikseeritud vahetuskursile Saksa marga suhtes (1 DEM = 8 EEK) ning valuutakomitee süsteemile. Otsekohe alates rahareformist on kroon olnud vabalt vahetatav. Vastavalt krooni tagamise seadusele puudub Eesti Pangal õigus seda ilma Riigikogu otsuseta devalveerida. Kursi püsivuse tagamiseks on samas seaduses säte, et kõik Eesti Panga poolt emiteeritud kroonid (nii sularaha kui kommertspankade jm kroonihoiused Eesti Pangas) peavad olema tagatud välisvaluuta-reserviga¹ (vt joonis 4.1). Vastavalt rahvusvaheliselt tunnustatud heale tavale on rahapoliitika institutsionaalselt ja finantsiliselt eraldatud täitevõimust. Eesti Pangal on seadusega keelatud nii otseselt kui kaudselt krediteerida keskvalitsust ja kohalikke omavalitsusi.

Valuutakomitee rangete põhimõtete ning süsteemi teatava isereguleeruvuse tõttu on Eesti Panga rahapoliitika suunatud mitte aktiivsele intressipoliitikale ning regulaarsele likviidsusjuhtimisele, vaid eelkõige fikseeritud vahetuskursile toetuva rahasüsteemi sujuvat toimimist ja stabiilsust soodustava raamistiku kujundamisele. Valuuta piiramatut konverteerimisvõimaluse kaudu reguleerivad pangad oma kroonilikviidsust. Peamiseks kodumaiseks likviidsus- ja arvelduspuhvraks on kohustuslikud reservid.

Rahvusvaheliste finantsturgude stabiliseerumine ja pingete vähenemine Eesti reaalmajanduses ning monetaarkeskonnas võimaldas 1999. aastal rahapoliitikas senisest enam keskenduda just pikemaajalistele strateegilistele küsimustele ning rahasüsteemi efektiivsuse suurendamisele. Aasta olulisemateks rahapoliitilist raamistikku puudutavateks sammudeks olid kommertspankade kohustuslike reservide tasustamine ning Eesti Panga kasumijaotuse strateegia väljatöötamine. Samuti jätkus aktiivne diskussioon Eesti rahapoliitika tulevikustsenaariumide üle nii Euroopa Liidu tasandil kui ka Rahvusvahelise Valuutafondiga.



Joonis 4.1. Eesti Panga netovälisaktivad (välisaktivad miinus välismaised kohustused) ja kodumaised kohustused (mln kr)

¹ Vt Välisvaluuta-reservi haldamine, lk 76-78.

Viimane komplekssem rahasüsteemi analüüs ning suuremad põhimõttelised muudatused rahapoliitiliste instrumentide reeglistikus tehti 1996. aastal. 1997. ja 1998. aastal rakendatud rahapoliitilised meetmed olid suunatud eelkõige kodumaiste likviidsuspuhvrite suurendamisele, tugevdamiseks pangasüsteemi vastupanuvõimet rahvusvahelistel finantsturgudel valitsenud ebastabiilse keskkonna mõjudele (vt tabel 4.1). 2000. aastal jätkab Eesti Pank rahasüsteemi toime efektiivsuse analüüsi ning kavandab tehnilisi muudatusi, mis muudavad toimivad rahapoliitilised instrumendid turupõhisemaks ning paindlikumaks. Võimalikud muudatused rahapoliitilistes instrumentides ei kahanda mingil määral valuutakomitee usaldusväärstust ning on pikemas perspektiivis kooskõlas Euroopa Majandus- ja Rahaliidule lähenemise strateegiaga.

Tabel 4.1. Eesti Panga rahapoliitika operatsioonilise raamistiku kujunemine

	1996	1997	1998	1999
1. Valuuta ostu-müügi püsivõimalus	Eesti Panga ja krediidiasutuste vaheliste DEM-EEK valuuta ostu- ja müügitheingute kursierinevus puudub (1 DEM = 8 EEK). <i>Alates 1. juulist 1996.</i>	Eesti Panga ja krediidiasutuste vaheliste DEM-EEK valuuta ostu- ja müügitheingute kursierinevus puudub (1 DEM = 8 EEK).	Eesti Panga ja krediidiasutuste vaheliste DEM-EEK valuuta ostu- ja müügitheingute kursierinevus puudub (1 DEM = 8 EEK).	Eesti Panga ja krediidiasutuste vaheliste Eesti krooni ja euro ning Eesti krooni ja ühisrahamaade omavaluutaühikute vaheliste valuuta ostu- ja müügitheingute kursierinevus puudub (1 DEM = 8 EEK, 1 EUR = 15,64664 EEK).
2. Kohustuslikud reservid				
1) kohustusliku reservi arvestusbaas	a) Võlgnevused klientidele; b) pankade poolt emiteeritud võlakirjad. <i>Alates 1. juulist 1996.</i>	a) Võlgnevused klientidele; b) pankade poolt emiteeritud võlakirjad; c) netovõlgnevus välismaistele krediidiasutustele. <i>Alates 1. juulist 1997.</i>	a) Võlgnevused klientidele; b) pankade poolt emiteeritud võlakirjad; c) netovõlgnevus välismaistele krediidiasutustele; d) finantsgarantiid finantseerimisasutustele ja mitteresidentidest krediidiasutustele. <i>Alates 1. septembrist 1998².</i>	a) Võlgnevused klientidele; b) pankade poolt emiteeritud võlakirjad; c) netovõlgnevus välismaistele krediidiasutustele; d) finantsgarantiid finantseerimisasutustele ja mitteresidentidest krediidiasutustele.
2) kohustusliku reservi kuu miinimumnõude suurus	10% kohustusliku reservi arvestusbaasist.	10% kohustusliku reservi arvestusbaasist.	10% kohustusliku reservi arvestusbaasist.	10% kohustusliku reservi arvestusbaasist.
3) sularahakassa osatähtsuse kohustuslike reservide täitmise arvestuses	40% kohustusliku reservi kuu miinimumnõudest. <i>Alates 1. juulist 1996.</i>	30% kohustusliku reservi kuu miinimumnõudest. <i>Alates 1. juulist 1997.</i>	20% kohustusliku reservi kuu miinimumnõudest. <i>Alates 19. juunist 1998.</i>	20% kohustusliku reservi kuu miinimumnõudest.
4) kohustusliku reservi kuu miinimumnõude täitmise arvestuspõhimõte	Kuu keskmise täitmise järgimine. <i>Alates 1. juulist 1996.</i>	Kuu keskmise täitmise järgimine.	Kuu keskmise täitmise järgimine.	Kuu keskmise täitmise järgimine.
5) kohustusliku reservi igapäevane miinimumnõue	2% kohustusliku reservi arvestusbaasist. <i>Alates 1. juulist 1996.</i>	4% kohustusliku reservi arvestusbaasist. <i>Alates 1. novembrist 1997.</i>	4% kohustusliku reservi arvestusbaasist.	4% kohustusliku reservi arvestusbaasist.
6) trahviintress kohustusliku reservi nõuete mittetäitmisel (aastaintress)	15% <i>Alates 1. juulist 1996.</i>	20% <i>Alates 1. novembrist 1997.</i>	20%	20%
7) kohustusliku reservi tasustamine	–	–	–	Euroopa Keskpannga deposiidintress. <i>Alates 1. juulist 1999.</i>
3. Lisalikviidsusnõue <i>Alates 1. novembrist 1997.</i>				
1) likviidsusnõude suurus	–	3% kohustusliku reservi arvestusbaasist ¹ .	3% kohustusliku reservi arvestusbaasist.	3% kohustusliku reservi arvestusbaasist.
2) karistus lisalikviidsusnõude mittetäitmise korral	–	Kõrgem kohustusliku reservi määr või muud sanktsioonid.	Kõrgem kohustusliku reservi määr või muud sanktsioonid.	Kõrgem kohustusliku reservi määr või muud sanktsioonid.
3) lisalikviidsusnõude tasustamine	–	Saksa Liidupanga diskontomäär. <i>Alates 1. novembrist 1997.</i>	Saksa Liidupanga diskontomäär.	Euroopa Keskpannga deposiidintress. <i>Alates 1. jaanuarist 1999.</i>
4. Hoistamise püsivõimalus ³ <i>Alates 1. juulist 1996.</i>	Saksa Liidupanga diskontomäär miinus 1%. <i>Alates 1. juulist 1996.</i>	Saksa Liidupanga diskontomäär. <i>Alates 1. novembrist 1997.</i>	Saksa Liidupanga diskontomäär.	Euroopa Keskpannga deposiidintress. <i>Alates 1. jaanuarist 1999.</i>

¹ Alates 1. novembrist 1997 – 2%, alates 1. detsembrist 1997 – 3% kohustusliku reservi arvestusbaasist.

² Alates 1. augustist 1998 arvestati kohustusliku reservi baasi 50% ulatuses, alates 1. septembrist täies mahus.

³ Hoistamise püsivõimalus võimaldab pankadel hoistada oma vaba raha Eesti Pangas, teenides arvelduskonto vabalt jäägi intressi. Vaba jääk on panga arvelduskonto kuu keskmine saldo Eesti Pangas, mis ületab kuu miinimumnõude taset.

Olulisemad rahapoliitilised otsused 1999. aastal

Intresside maksmine kohustuslike reservide eest

Alates 1. juulist 1999 tasustab Eesti Pank kõiki krediidasutuste poolt keskpanga arveldukontodel hoitavaid vahendeid. Varem maksis keskpank intressi vaid krediidasutuste kohustusliku reservi miinimumtasest ületanud hoiuste eest. Krediidasutuste hoiuseid keskpangas tasustatakse Euroopa Keskpanga deposiidiintressimäära järgi, sest praeguses rahapoliitilises keskkonnas on Eesti kroon alates 1. jaanuarist 1999 *de facto* seotud Euroopa ühisraha euroga².

Eesti rahapoliitilises raamistikus täidavad kohustuslikud reservid mitut ülesannet, kuna muude rahapoliitiliste instrumentide kasutamise võimalus on piiratud. Reservide peamine ülesanne on tagada panganduses piisavate likviidsuspuhvrite olemasolu nii arveldussüsteemi sujuvaks toimimiseks kui ka laiemas tähenduses. Kuna valuutakomitee süsteem piirab oluliselt keskpanga võimalusi nii rahasüsteemi likviidsust juhtida kui ka likviidsusabi anda, siis on krediidasutuste likviidsuspuhvritel Eesti krooni stabiilsuse tagamisel eriti oluline roll. Teatud mõttes oli erandiks ajavahemik 1997-1998. a I poolaasta, mil reservinõude muutmise eesmärk oli lisaks ka ohjeldada lühiajalise kapitali sissevoolu ning laenupakkumist ekspansiivse majanduskeskkonna tingimustes.

Nagu kinnitas ka 1998. a Vene kriisi mõju, on kohustuslikel reservidel endiselt tähtis roll lühiajaliste likviidsusšokkide leevendamisel ning finantssektori stabiilsuse tugevdamisel. Otsus maksta kõigi kohustuslike reservide eest intresse oligi tingitud soovist rahasüsteemi likviidsuspuhvriteid kahandamata vähendada madalama inflatsiooni ning kasumikkuse tingimustes pangasüsteemi kaudset maksustamist, vältimaks sellega kaasneda võivat mõju finantsvahenduse struktuurile, intressimarginaalile ja teenustasudele. Oma otsusega seadis keskpank eesmärgi muuta senist rahapoliitika operatsioonilist raamistikku turulähedasemaks, et vältida rahasüsteemi stabiilsuse suurendamisele suunatud meetmete pärssivat toimet Eesti finantssüsteemi efektiivsusele. Ühtlasi vähendas antud samm reservinõude alla mittekäivate muude finantsvahendajate eeliseid krediidasutuste ees. Laiemas kontekstis on aga kohustuslike reservide tasustamine osa Eesti rahapoliitilise operatsioonilise raamistiku lähendamisest Euroopa Keskpanga omale.

Alates 1999. aasta teisest poolest on tunduvalt vähenenud krediidasutuste poolt Eesti Pangas hoitavate reservide taseme ja seega ka keskpanga välisreservi muutused kuu lõpul. Tõenäoliselt on osaliselt põhjus ka kohustuslike reservide tasustamises, mis alandab reservinõude alternatiivkulu ning vähendab kommertspankade motivatsiooni reservinõude täitmisel kuu keskmisena otsida oma rahale lühiajalist tulusamat paigutusvõimalust välisreservina. Reservide tasustamise tegelikku mõju nende suuruse muutumisele on ühe poolaasta järgi siiski vara hinnata, kuna samal ajal mõjutasid pankade käitumist ka mitmed muud tegurid. Nendest olulisim oli see, et puudus vajadus refinantseerida suuremahulist välisvõlgnevust. Aasta lõpul mängis rolli ka krooni likviidsuspuhvrite loomine vältimaks võimalikke aastaga 2000 seotud probleeme.

Eesti Panga kasumijaotuse rahapoliitilised aspektid

1999. a septembris kinnitas Eesti Panga nõukogu keskpanga kasumijaotuse strateegia kolmeks eelseisvaks aastaks. **Strateegia rahapoliitiline lähtealus on vältida Eesti Panga kapitali ja kohustustevaba välisvaluutareservi liiga kiiret vähenemist a priori keskkete majandusnäitajate suhtes enne Eesti ühinemist Euroopa Majandus- ja Rahaliiduga.** Nõukogu tugines tõsiasjale, et keskpanga kasumijaotuse alused peavad ka edaspidi toetama

² 1 EUR = 15,6466 EEK. Euro kaudu on krooni kurss muutumatu ka ühisrahamaade omavaluutaühikute suhtes.

rahapoliitika põhieesmärke ning kasumi jaotamine ei tohi mingilgi määral nõrgendada rahasüsteemi stabiilsuse tagamist. Samuti tugineb strateegia heakskiitmisel rahapoliitika avatuse rahvusvahelistele headele tavadele ning Euroopa Liidus välja kujunenud põhimõtetele keskpankade finantstugevuse tagamisel.

Valuutakomitee põhimõttele tugineva Eesti rahasüsteemi puhul ilmnevad usaldusvääruse ja kasumijaotuse seosed eelkõige **Eesti Panga kohustuste piisavas kaetuses välisvaluutareserviga**. Eesti krooni tagamise seadus seab olulised piirangud keskpanga tegevusele ja tulususele. Esiteks tähendab nõue, et Eesti Panga kohustused peavad olema täielikult kaetud välisvaluutareserviga, automaatselt seda, et tegevusriskide katmiseks peab pank omama märkimisväärset kohustustevaba välisvaluutareservi. Teiseks tähendab valuutakomitee piirang investeringutele seda, et Eesti Panga varade tootlikkus jääb ka lähiaastail alla Eesti majanduse kasvutempole, veelgi enam aga finantssüsteemi kasvu kiirusele. Seetõttu ei suuda keskpanga kohustuslikku välisvaluutareservi ületav osa end nende indikaatoritega võrreldavas mahus "taastoota".

Eesti Panga nõukogu poolt 1999. a septembris vastu võetud kasumijaotuse strateegias on sõnastatud need põhimõtted, millele nõukogu tema pädevusse kuuluva kasumiosa jaotamisotsuse tegemisel edaspidi tugineb. **Strateegia kohaselt tehakse riigieelarvesse ülekandeid kuni 25% ulatuses Eesti Panga kasumist, eeldades ühtaegu, et Eesti Panga kohustustevaba reserv on piisavalt suur, võrreldes sisemajanduse koguproduktiga ning laiema rahaagregaadiga (M2). Kohustustevaba välisvaluutareservi suhe SKPsse peab olema minimaalselt 2% ja laiemasse rahaagregaatit vähemalt 5%.** Nõukogu otsustas, et nii strateegiat kui ka eelpool viidatud kesksete majandusnäitajate kohasust ja suurust hinnatakse taas 1999. a kasumi jaotamist käsitledes ning hindamist korraldatakse igal aastal.

Eurointegratsiooni rahapoliitilised aspektid

Alates 1998. a märtsist, mil Eesti kutsuti läbirääkimistele Euroopa Liiduga, on ühinemist ettevalmistav tegevus oluliselt intensiivistunud ning rõhuasetustes on esile tõusmas ka rahapoliitikaga seonduvad aspektid. 1999. aastal käsitleti ELi kandidaatriikide rahapoliitikat nii Euroopa Keskpanga kui Euroopa Komisjoni poolt korraldatud kõrgetasemelistel konverentsidel ja seminaridel³.

Eesti Pank on veendunud, et liitumine Euroopa Majandus- ja Rahaliiduga on Eesti majanduse väiksust arvestades parim võimalik strateegia nii raha- kui majanduspoliitiliste eesmärkide saavutamiseks. Sellest pikaajalisest eesmärgist lähtuvalt on pank sõnastanud ka oma esialgsed põhimõttelised seisukohad edasiste rahapoliitiliste strateegiate osas⁴. Järgnevail aastail on Eesti Panga üks olulisemaid ülesandeid konkreetsete eurosuunaliste rahapoliitiliste stsenaariumide väljatöötamine ja analüüs. Nii rahaliiduga ühinemise kui ka loomulikku stsenaariumi ennetava eurostamise teema on Eestis juba tõusnud ka avaliku tähelepanu keskmesse.

Eesti Panga seisukohad eurointegratsiooni rahapoliitilistes küsimustes tuginevad järgmistele põhimõtetele:

1. Fikseeritud vahetuskursi ja valuutakomitee säilimine kuni ELiga ühinemiseni on parim viis välistada ootamatutest rahapoliitilistest otsustest tulenevat ebamäärasust ning võimalikku ebastabiilsust;
2. edasised otsused vahetuskursisüsteemi ning rahapoliitika asjus ei saa olla ühepoolsed, vaid peavad tuginema **ühishuvi printsiibile** (*matter of common concern*), st need eeldavad kooskõlastamist ELi liikmesriikide ning ka teiste kandidaatriikidega;

³ Vt Rahvusvaheline koostöö, lk 47-50.

⁴ Vt Eesti Panga strateegiline arengukava, Lisad, lk 119-122.

3. eurotsooniga ühinemine eeldab nii Eesti majanduse nominaalset kui ka reaalset ühildumist (konvergensti) ELi liikmesriikide omaga ning euro suhtes fikseeritud vahetuskurss ja valuutakomiteel põhinev rahasüsteem toetab jätkuvalt seda protsessi.

Lähtudes ülaltoodud põhimõtetest ning Euroopa Komisjoni ja Euroopa Keskpannga esialgsetest seisukohtadest kandidaatriikide rahapoliitika kohta (mh vahetuskursirežiimide teatud mitmekesisuse lubatavusest ELiga liitumisele eelneval perioodil), näeb Eesti Pank eurotsooniga ühinemist kolmes etapis (vt tabel 4.2).

Tabel 4.2. Eurotsooniga ühinemise kolm etappi

I etapp	II etapp	III etapp
Kuni Euroopa Liiduga liitumiseni säilitab Eesti fikseeritud vahetuskursi euro suhtes, mida tagab praegune seadusandlik raamistik valuutakomitee vormis.	Euroopa Liidu liikmeks saades on Eesti suuteline Euroopa Majandus- ja Rahaliidu peatüki <i>acquis communautaire</i> 'i täies mahus rakendama, mis annab Eestile rahaliidu mittetäieliku liikme staatuse. Eesti seadusandlus ja rahapoliitiline raamistik peab võimaldama ELiga liitumisele järgneva kahe aasta jooksul täita Euroopa ühtse vahetuskursimehhanismi (ERM2) tingimused.	Euroopa Majandus- ja Rahaliidu konvergenstkriteeriumide täitmisel saab Eesti rahaliidu täieõigusliku liikme staatuse ning ühineb eurotsooniga.

Eesti krooni seotus Saksa margaga ja samavõrra ka euroga ning seda kindlustava valuutakomitee süsteemi püsimine toetab läbi selgepiirilise ja läbipaistva raamistiku loomise Eesti reaalse ja finantssektori edasist integratsiooni Euroopa raha- ja kapitaliturgudega. Krooni seotuse kaudu euroga mõjutavad Euroopa Keskpannga rahapoliitilised otsused ka Eesti rahapoliitilist keskkonda. Kuna aga ligikaudu 70% Eesti väliskaubandusest on seotud ELiga ning eksport omakorda on oluline majanduskasvu tempot määrav komponent, siis ei ole tõenäoline, et Eesti võiks olla fundamentaalselt erinevas majandustsükli faasis kui EL. Euroopa Majandus- ja Rahaliitu pürgides ei ole rahapoliitika ühisest lõppeesmärgist vähem tähtis see, et rahapoliitiline raamistik toetaks ka üleminekuperioodil majanduse kohanemist tingimustega, kus raha- ja vahetuskursipoliitikaga ei saa mõjutada reaalmajanduse ette kerkivaid probleeme.



Osa finantskomitee liikmeid korralisel koosolekul.

FINANTSKOMITEE

Finantskomitee on Eesti Panga strateegilisi küsimusi arutav ja seisukohti kujundav kollektiivne nõuandev tööorgan presidendi juures.

Rahvusvahelistest probleemidest oli 1999. aastal komitee tööteemade hulgas tähtsaim integratsiooniprotsess Euroopa Liiduga. Sellega seoses käsitles komitee varasemast süsteemsemalt nii Vabariigi Valitsuse eurointegratsiooni tegevuskava kui ka Euroopa Liidule esitatava arenguaruande Eesti Panga kompetentsi kuuluvaid osi. Olulisel kohal oli osalemine Vabariigi Valitsuse keskpika majandusprogrammi väljatöötamises. Samuti töötas komitee välja Eesti Panga seisukohad esitamiseks 1999. a sügisel Helsingis toimunud eurosüsteemi ja liituvate riikide keskpankade konverentsil ning valuutakomiteed rakendavate riikide seminaril Brüsselis.

Komitee töötas välja Rahvusvahelisele Valuutafondile (IMF) esitatud Eesti majanduspoliitilise programmi rahapoliitikat ja pangasektori korrastamist puudutavad peatükid ning koordineeris IMFilt rahapoliitika valdkonnas saadud tehnilise abi tulemusi ja rakendamist.

Üha laieneva rahvusvahelise, eriti Euroopa Liiduga seonduva tegevuse efektiivsemaks korraldamiseks loodi 1999. aastal komitee ettepanekul Eesti Panga rahapoliitika suuna koosseisus rahvusvaheline osakond.

1999. a teisel poolel kerkis esiplaanile Eesti rahapoliitika operatsioonilise raamistiku sügavam analüüs, mille käigus käsitleti valuutakomiteed rakendavate riikide praktikat sobitumisel Euroopa Liidu rahapoliitilise raamistikuga.

Eesti Pank oli üks osaline IMFi korraldatud raha- ja finantspoliitika avatuse heade tavade väljatöötamisel. Töö sisuline korraldaja Eesti Pangas oli finantskomitee. Komitee töötas välja ka Eesti Panga rahapoliitilised lahendused aastavahetuse 1999/2000 vajadusteks.

Erakorralise projektina töötas komitee 1999. aastal välja Eesti Panga kasumijaotuse strateegia põhimõtete ettepanekud, mille alusel Eesti Panga nõukogu panga kasumijaotuse strateegia ka kinnitas.

Täites Eesti Panga seaduse sätet, mis kohustab Eesti Panka Vabariigi Valitsust viimase palvel konsulteerima, esitas finantskomitee muuhulgas ettepanekud panga seisukohavõtuks riigieelarve baasseaduse eelnõu, stabiliseerimise reservfondi ja selle juriidilise raamistiku ning ühtse riikliku finantsjärelvalve loomise kohta. Eesti Panga esindajad osalesid ka Rahandusministeeriumi juures tegutseva riskide juhtimise komitee tegevuses.

1999. aastal jätkus Eesti Panga majanduskoolituse ja -uuringute ümberkorraldamine. Komitee ettepanekul reformiti senine makromajanduse osakond majandusuuringute osakonnaks, mis peab andma tugevama teadusliku aluse Eesti Panga strateegilistele otsustele. Fikseeriti ka külalisuurijate ja praktikantide rakendamise lähtealused ja protseduurid. Majandusuuringute tulemuste avalikustamiseks koostas komitee Eesti Panga selleks mõeldud põhikanali – Eesti Panga Toimetiste – artiklite valiku ja toimetamise korra ning osales Eesti Panga muude väljaannete – Rahapoliitilise Ülevaate, aastaaruande ja Eesti Panga Bülletääni reformimisel.