



**PIKK ÜLEMINEK:  
EESTI VALUUTAKOMITEE  
1992–2010**

**EESTI PANK 2014**

Käesolev e-raamat sisaldab autoriõigusega kaitstud materjale ja kogu e-raamatu sisu on autorikaitse objekt.

E-raamatu kasutamine on lubatud üksnes autoriõiguste omaniku (Eesti Pank) poolt lubatud viisil ning tingimustel.

Tingimused e-raamatu kasutamiseks:

1. Kogu e-raamatu sisu on autoriõigustega kaitstud. Kõik õigused reserveeritud;
2. E-raamat on mõeldud üksnes isiklikuks kasutamiseks;
3. E-raamatu osaline või kogu sisu paljundamine mis tahes kujul on keelatud, va isiklikuks kasutamiseks.
4. E-raamatust või selle üksikutest osadest võib teha isiklikuks tarbeks väljatrükke üksnes isiklikuks kasutamiseks, e-raamatu kopeerimine ja kolmandatele isikutele jagamine ei ole lubatud;
5. E-raamatu võib alla laadida ning salvestada oma arvutisse üksnes isiklikuks kasutamiseks;

Reprodutseerimine ja levitamine ilma Eesti Panga nõusolekuta on keelatud.

Keelatud on e-raamatust kõrvaldada omandiõigust tähistavaid märke, etikette või muid e-raamatu märke.

## VASTUTUS

Autoriõigusega kaitstud e-raamatu mittesihipärane kasutamine või omavoliline turustamine on ebaseaduslik ja on aluseks kahjunõude esitamisele.

E-raamatu väljaandja ja levitaja ei vastuta kahju eest, mis tuleneb e-raamatu väärast kasutamisest.

Kasutades käesolevat e-raamatut nõustute automaatselt eespool toodud tingimustega.

Makett ja kujundus Urmas Raidma

©Eesti Pank 2014

ISBN 978-9949-493-41-8

Pikk üleminek:  
Eesti valuutakomitee  
1992–2010

Tallinn 2014  
Eesti Pank

## SISUKORD

SAATEKS .....	6
1. RAHAREFORM JA SELLE EELLUGU 1989–1992 .....	8
1.1. Üldmajanduslik eellugu .....	8
1.2. Rahapoliitilise mõtte areng.....	15
1.3. Rahareform .....	20
2. SIIRDELANGUSE LÕPP JA MAJANDUSREFORMID 1993-1994 .....	34
2.1. Langusest väljumine .....	34
2.2. Maksureform .....	37
2.3. Väliskaubandusreform .....	40
3. VALUUTAKOMITEE INSTITUTSIONAALNE ÜLESEHITUS .....	44
3.1. Valuutakomitee valik rahapoliitika vaatenurgast.....	44
3.2. Valuutakomitee institutsiooni kajastumine keskpanga ülesehituses.....	50
3.3. Vahekokkuvõtteks .....	62
4. ESIMENE TÕUS JA FINANTSTURGUDE ARENG .....	64
4.1. Majanduse esimene tõus.....	64
4.2. Panganduse konsolideerumine .....	69
4.3. Valuutakomitee eripärad panganduses.....	72
4.4. Väärtpaberiturute teke ja Tallinna börs .....	76
5. AASIA-VENE KRIIS JA 1990ndate LÕPP .....	84
5.1. Kaksikkriis ja selle eellugu.....	84
5.2. Eesti võrdlus Hongkongiga Aasia finantskriisis.....	93
5.3. 1990ndate teise poole majanduspoliitiline kokkuvõte .....	96
6. EUROOPA LIIT JA RAHAPOLIITILINE VEELAHE .....	98
6.1. Euroopa Liiduga ühinemine ja selle mõju rahapoliitikale .....	99
6.2. Rahapoliitiline veelahe.....	108
7. VIIMANE RAHAPOLIITILINE RAAMISTIK .....	113
7.1. Eesti finantssektori ja rahapoliitika ülekandemehhanismi eripärad ..	113
7.2. Rahapoliitiline raamistik Euroopa Liidu liikmeks saamise eel.....	120

8. TAGASIVAADE EESTI PANGANDUSMAASTIKULE	
AASTATEL 1995–2005 .....	124
8.1. Aasia kriis .....	124
8.2. Rootsi kapital .....	128
8.3. Ühinemine Euroopa Liiduga.....	130
8.4. Kokkuvõte sajandi algusest .....	132
9. FINANTS- JA MAJANDUSKRIISI USAs JA EUROOPAS .....	133
9.1. Buum maailmamajanduses.....	133
9.2. Finants- ja majanduskriisi puhkemine .....	136
10. EESTI MAJANDUS ÜLEMAAILMSE KRIISI ALGUSES .....	141
10.1. Buumi eeldused .....	141
10.2. Ülekuumenemine ja kriisi algus .....	147
11. MAAILMA MAJANDUSKRIISI MÕJU EESTILE .....	152
11.1. Sissejuhatus.....	152
11.2. Rahapoliitika ja finantssektor kriisi ajal .....	156
11.3. Majanduspoliitika kriisi ajal ja ettevõtjate vaade .....	159
11.4. Kokkuvõte.....	167
12. MAJANDUSBUUM JA –KRIIS KESK- JA	
IDA-EUROOPAS AASTATEL 2005–2010 .....	170
12.1. Fikseeritud vahetuskursiga riigid.....	170
12.2. Ujuva vahetuskursiga riigid.....	176
12.3. Lõpparutelu.....	181
13. EURO TULEK JA VALUUTAKOMITEE LÕPP .....	185
13.1. Euroalaga ühinemise tingimused.....	185
13.2. Eesti ühinemine euroalaga .....	191
14. EPILOOG .....	209
15. KOOSTAJA LÕPPSÕNA .....	213
EESTI MAJANDUSE PÕHINÄITAJAD 1995 - 2013 .....	216



Käesoleva raamatu koostaja kasutab siinkohal võimalust avaldada tänu kõikele kaasteeliste. Peale raamatu eri peatükkide autorite – **Kalev Kukk, Andres Lipstok, Hilma Naaber, Erkki Raasuke, Märten Ross, Karsten Staehr** ja **Lenno Uusküla** – soovin tänada veel järgmisi inimesi:

**Plamen Boudjakov** Bulgaaria keskpangast

**Sigitas Siaudinis** Leedu keskpangast

**Helo Meigas** Swedbank'ist

**Marika Priske** varem majandus- ja kommunikatsiooniministeeriumist, praegu sotsiaalministeeriumist

**Kadri Mats** majandus- ja kommunikatsiooniministeeriumist  
tööandjate keskliidu esimees **Jüri Kõo**

Lisaks suur tänu kolleegidele Eesti Pangast:

**Aivar Kurrot**

**Janno Luurmees**

**Martti Randveer**

**Andres Saarniit**

**Evelin Tamla**

**Jaak Tõrs**

**Kaja Kell**

*Ilmar Lepik*  
*koostaja*

## SAATEKS

Raamat, mille kätte võtsite, erineb enamikust omataolistest, sest see käsitleb lõpetatud lugu. Raha- ja majanduspoliitikas kohtab väga harva teemasid, millel on kindel algus ja lõpp. Eesti valuutakomitee rahapoliitika on üks neist – see algas rahareformiga 1992. aasta 20. juunil ja lõppes 1. jaanuaril 2011, kui Eesti ühines euroalaga.

Selline ajaraam annab küllaltki unikaalse võimaluse kirjeldada ühte kindla-piirilist etappi majanduse uuemas ajaloos. Kuigi koostatud Eesti näitel, on see ülevaade teatud määral ka ajastu portree, sest vaatamata Eesti väiksusele ja ehk ka mõningasele erandlikkusele on enamik XX sajandi viimasele kümnendile ja XXI sajandi algusele omaseid suundumusi ühel või teisel moel esindatud.

See puudutab eelkõige ajajärgu põhiprotsessi Kesk- ja Ida-Euroopas – majanduse siiret käsumajanduselt turumajandusele. See oli ja on osalt praegugi kirju segu väga mitmesugustest majanduspoliitilistest valikutest. Nüüd, üle kahekümne aasta hiljem, saab öelda, et ühte ja ainuõiget teed selles protsessis ja ühtlasi ka Euroopa Liidu „vanade“ liikmesriikide elatustaseme poole liikumisel ei olnudki. Olid lühemas vaates paremad ja halvemad valikud. Samuti pole ükski Kesk- ja Ida-Euroopa riik eristunud teistest oluliselt edukamana.

Huvitavaks muudab käsitletava ajajärgu asjaolu, et see langes kokku muutustega maailmamajanduses. Siinkohal võib märkida globaliseerumise muutumist peavooluks, arenevate turgude rolli suurenemist, finantsturgude liberaliseerimist, infotehnoloogia- ja kommunikatsioonisektori esiletõusu jm. Suured muutused tõid kaasa ka suure kriisi ehk suure retsessiooni (*the Great Recession*) ja seejärel Euroopa võlakriisi. Nendega kaasnenuid muutused pole veel lõppenud ja neid käsitletakse põhjalikumalt kunagi tulevikus.

Käesolev raamat keskendub muutustele ajavahemikus 1990–2010. Teemale on lähenetud läbi rahapoliitika prisma, mis Eesti puhul tähendas fikseeritud vahetuskursile tuginevat rahapoliitikat. Arvestades vajadust laiema vaate järele on raamatus tegu ka Eesti majanduse uuema ajalooga laiemas mõttes, vähemalt selles osas, mis hõlmab üldist arenguloogikat, majanduspoliitika põhijooni ja peamisi makronäitajaid – majanduskasv, inflatsioon, tööturu areng jms.



Riigi väiksus seab omad piirid. Eesti-suuruses riigis ei ole võimalik ette kujutada päris vaba valikut kõikide rahapoliitiliste doktriinide vahel. Seetõttu on järgnev ühe väikese avatud majanduse siirdeperioodi põhine käsitlus, kus kesksel kohal on Eesti omapära ehk valuutakomitee rahasüsteem ja selle toimimine erinevatel arenguetappidel ning kahes kriisis – Aasia-Vene kriisis ja hilisemas globaalses finantskriisis.

Veel üks eripära – nii Eesti poliitikakujundajad kui ka tavakodanikud käisid kahekümne aastaga läbi tee, mida tavapärase arengu korral läbitakse mitu korda pikema ajaga, alustades sisuliselt nullist ehk hüperinflatsioonist ja Nõukogude Liidu lagunemise järel kokkuvarisenud majandusest kuni ühinemiseni Euroopa Liidu ja euroalaga. Sisu poolest tähendas see uue finantssüsteemi tekkimist, selle evolutsiooni, täiesti uute turgude tekkimist, nagu väärtpaberiturg ja laenuturg. Kui veel lisada, et globaalkriisi tõttu tuli üks teelõik läbida kaks korda, teiste sõnadega jõuda tagasi globaalkriisieelsele jõukuse tasemele, siis on selge, et tegu oli väga huvitava ja keerulise ajaga.

Head lugemist!

  
*Ardo Hansson*  
*Eesti Panga president*

# 1. RAHAREFORM JA SELLE EELLUGU 1989–1992

*Kalev Kukk*

## 1.1. ÜLDMAJANDUSLIK EELLUGU

Alates 1980. aastate lõpust Nõukogude Liidus ja ka teistes Euroopa sotsialismimaades teravnenuid ideoloogilised ja sisepoliitilised pinged jõudsid kümnenendi vahetusel ka majandusse. See tähendas nii tasakaalustamatuse kiiret süvenemist kui ka tootmismahutude järsku vähenemist. **Väär oleks siin rääkida klassikalisest, s.o tsüklilisest kriisist; tegemist oli süsteemse ehk siirdekriisiga, teisisõnu ühe oma aja ära elanud majandussüsteemi kokkuvarisemisega.** Aegamööda kujunev uus, turumajanduse põhimõtetele toetuv süsteem ei suutnud enesestmõistetavalt seda kohe asendada. Sotsialistliku *resp.* nõukoguliku majandussüsteemi kiiret kokkuvarisemist võib seletada eelkõige järgmiste asjaoludega.

Esiteks ei suutnud nõukogulik plaanimajandus kui füüsilisi mahunäitajaid fetišeeriv majandussüsteem kohaneda esmasressursside väheneva tootmisega. Esimesed tõsisemad tundemärgid senist arutut ekstensiivset majanduskorraldust vältimatult tabavast krahhist ilmnemiseid 1986.–1987. aastal. 1989. aastal langes aga esmasressursside tootmine NSV Liidus üldjoontes 1986. aasta tasemele (vt tabelit 1.1).

*Tabel 1.1. Esmasressursside tootmine NSV Liidus aastail 1985–1990*

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Nafta (mln t)	595	615	624	624	607	571
Süsi (mln t)	726	751	760	772	740	703
Rauamaak (mln t)	248	250	251	250	241	236
Mineraalväetised (arvestatuna 100% toimeainesisalduse alusel – mln t)	33,2	34,7	36,3	37,1	34,3	31,7
Saematerjal (mln tm)	98	102	103	105	101	92
Toorpuuvill (mln t)	8,8	8,2	8,1	8,7	8,6	8,3

*Allikas: Народное хозяйство СССР в 1990 г. 1991, 397–472.*

Teiseks avaldus perestroikalik majanduse juhtimise liberaliseerimine „omanikuta” majanduse puhul esmajoones vastutamatuse süvenemises. Administratiivne hirm – nõukoguliku majanduskorralduse peamine liikumapanev jõud – hakkas taanduma. Sai lõplikult selgeks, et püüd reformida reformimatut

on määratud läbikukkumisele, sest mis tahes katsed toetada ja stabiliseerida (reformida) keskselt nii Eesti kui ka kogu NSV Liidu majandust üksnes destabilliseerisid seda. NSV Liidu rahvamajanduse kogutoodangu (RKT) ja rahvatulu kasv aeglustus 1989. aastal eelmise aastaga võrreldes tollaste (ideoloogiliste) arusaamade kohaselt enneolematul määral – vastavalt 1,9 ja 2,5%. Seejuures asendus rahvatulu senine kasv viies liiduvabariigis – Aserbaidžaanis, Gruusias, Kasahstanis, Tadžikistanis ja Türkmenistanis – kahanemisega. 1990. aastal vähenesid NSV Liidu rahvamajanduse kogutoodang ja rahvatulu vastavalt 2,3 ja 4,0%, toonastest liiduvabariikidest polevat rahvatulu vähenenud vaid Eestis, Türkmenistanis ja Usbekistanis (*Народное хозяйство СССР в 1990 г. 1991, 12*).

**Kolmandaks oli nõukogulik majandus oma olemuselt kapitali hävitav majandus.** Uued investeeringud ei suutnud enam korvata seniste tootmisvõimsuste amortiseerumist ja sellega kaasnes paratamatult tootmise kahanemine. Kord juba investeeritud nn üldrahvalik, s.o mitte kellelegi kuuluv kapital ei pidanud ennast ise kasvatama. Kehtis põhimõte *investeeringud riigilt – tulud riigile*.

**Tasakaalustamatust süvendas ka NSV Liidu Riigipanga ja keskvalitsuse ummikusse jooksnud poliitika, mis avaldus eelarvedefitsiidi ja riigi sisevõla hüppelises kasvus.** Nii kerkis aastail 1985–1988 NSV Liidu konsolideeritud eelarvepuudujäägi suhe rahvamajanduse kogutoodangusse 1,8%lt 9,2%le, riigi sisevõla suhe rahvamajanduse kogutoodangusse aga 18,2%lt 35,6%le. 1990. aastal ulatus viimane juba 56,6%ni (vt tabelit 1.2). See võimendas omakorda eeldusi järgnevate aastate hüperinflatsiooni vallandumiseks.

*Tabel 1.2. Mõned Nõukogude Liidu eelarve- ja rahapoliitilised näitajad aastatel 1985–1990*

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Konsolideeritud eelarvepuudujääk (miljardit rubla)	13,9	45,5	52,5	80,6	80,7	41,4
% RKTst	1,8	5,7	6,4	9,2	8,6	4,1
Sisevõlg (aasta lõpu seisuga, miljardit rubla)	141,6	161,7	219,6	311,8	398,6	566,1
% RKTst	18,2	20,3	26,6	35,6	43,1	56,6
Välisvõlg konverteeritavas valuutas (miljardit USA dollarit)*	18,3	22,5	26,1	34,1	43,8	43,8
Ringluses olev sularaha (miljardit rubla)	70,5	74,8	80,6	91,6	109,5	136,1

*Allikad: Народное хозяйство СССР в 1990 г. 1991, 5–28; \* Åslund 1996, 71*

**1980. aastate teisel poolel esile kerkinud majandusreformide temaatika leidis Eestis väljundi isemajandava liiduvabariigi (Isemajandav Eesti ehk IME) idees.** Laialdasema arutelu alguseks võib lugeda Siim Kallase, Tiit Made, Edgar Savisaare ja Mikk Titma nimede all 26. septembril 1987 toonases Tartu päevalehes Edasi ilmunud lühiartiklit „Ettepanek: kogu Eesti NSV täielikule isemajandamisele” (*Kallas jt 1987*). Järgnevatel aastatel koostati mitmeid reformikontseptsioone, mis fikseeriti tollase ENSV ülemnõukogu poolt 18. mail 1989 vastu võetud seaduses „Eesti NSV isemajandamise alused”.

**Päris kindlasti ei saa majandusreforme, millega oli Eestis alustatud 1980. aastate lõpus isemajandava Eesti idee kontekstis, käsitleda turumajanduslike reformidena.** Pigem puudutasid need institutsionaalseid ümberkorraldusi, millele said toetuda hilisemad majandus- ja sotsiaalsed reformid. Muu hulgas (taas)loodi 1990. aasta 1. jaanuaril Eesti keskpangana Eesti Pank, mille tegevus jäi kuni riikliku iseseisvuse taastamiseni suuresti sümboolseks ja mis tegutses esialgu sisuliselt kommerts pangana. Turumajanduslikele põhimõtetele toetudes püüti uut makromajanduslikku tasakaalu leida alles 1990. aasta lõpus.

Kui otsida 1980. aastate teise poole majandusautonoomia ideega sarnast nähtust mujalt, siis võiks seda näha 1970. aastate alguse Horvaatia kevade (*Hrvatsko proljeće*) või siis 1968. aasta Praha kevade (*Pražské jaro / Pražská jar*) ühe liidri, hilisema St. Galleni majandus- ja sotsiaalteaduste kõrgkooli majandusprofessori Ota Šiki humaanse majandusdemokraatia (sotsialistliku turumajanduse) ideestikis.

**1990. aastal pöördus Eesti majandus langusesse.** Euroopa Rekonstruktsiooni- ja Arengupanga (EBRD) hinnangu kohaselt vähenes SKP 6,5% (*EBRD 2012*).<sup>1</sup> Seda põhjustasid eelkõige järjest kasvavad raskused toorme hankimisel ja ettevõtete süvenev maksejõuetus. Ekspordivõimaluste avanemisel selgus lõplikult senise toodangu konkurentsivõimetus välisurgudel – NSV Liidu siseturule mõeldud toodangut polnud võimalik Läände müüa.

**Kõige selle taustal on mõistetavad Lääne majandusekspertide toonased ülimalt pessimistlikud hinnangud Eesti, aga ka Läti ja Leedu majandusliku toimetuleku võimalustele väljaspool NSV Liitu.** Deutsche Bank näiteks sõnastas oma kahtlused 1990. aasta lõpus järgmiselt: „*NSV Liidu majandus on tingituna üksikute vabariikide spetsialiseerumisest vähestele toodetele suurel määral*

---

<sup>1</sup> NSV Liidu Riiklik Statistikakomitee hindas rahvatulu kasvuks Eestis 1,1% (*Народное хозяйство СССР в 1990 г. 1991, 12*).

vabariikidevahelisele kaubavahetusele orienteeritud. Seetõttu kujutavad juba nüüd katkevad tarnesuhted ja tagasilöögid teatavate vabariikide kaubavahtuses tõsist ohtu Nõukogude Liidu elanike niigi tagasihoidlikule elatustasemele [---] Vaid üksikuil on üleüldse šansse – ja sedagi pärast äärmiselt rasket üleminekuperioodi – liituda majanduslikult ja kultuuriliselt kokkukasvava Euroopaga. [---] Tänu mitmekesisele majandusstruktuurile, haritud elanikkonnale ja Lääne-lähedusele on Balti vabariikidel (Eestil, Lätil ja Leedul) küll parimad võimalused teatava ajalise viivitusega liituda Lääne- ja Kesk-Euroopa üleüldise arenguga. Tõsiseks takistuseks nende vabariikide edasisele arengule on aga nende sõltuvus välisest toorainest. Nagu näitas NSV Liidu ajutine majandusblokaad Leedu vastu, ei suuda need vabariigid praegu peaaegu üldse energiat ja tooret kõva valuuta eest osta.” (Corbet ja Gummich 1990, 5–6)

Tõsi, autorid andsid iseseisvate Balti riikide majanduslikule võimekusele 120st 77 punkti ning paigutasid nad oma „edetabelis” toonaste liiduvabariikide seas Ukraina järel ja Venemaa ees teisele kohale. Autorite hinnangute põhjal andis maavarade olemasolu ja suutlikkus teenida tooraine vastu vabalt vahetatavat valuutat Balti riikidele kümnest võimalikust null punkti. Suutlikkus teenida vabalt vahetatavat valuutat põllumajandustoodete ja tööstuskaupade vastu sai vastavalt 3 ja 5 punkti. Balti riigid pidi „päästma” nende ettevõtlusmeelsus, Euroopa-lähedus ja infrastruktuuri olemasolu, mille eest teeniti maksimumpunktid (*ibid.* 9).<sup>2</sup>

Tõepoolest, Eesti nõukogulik majandusel, mis oli nautinud nii sise- kui ka välisurult lähtuva konkurentsi puudumist, polnud rahvusvahelist konkurentsivõimet ollagi. Suhteid välismaailmaga peaaegu polnud, kui mitte arvestada põhiliselt naftadollaritega kinnimakstud nn tsentraliseeritud importi. Ühelt poolt oli see NSV Liidu autarkilise ja ülimalt proteksionistliku majanduspoliitika tagajärg, teisalt välistas aga ülitsentraliseeritud ja administratiivselt pisisajadeni reglementeeritud välismajandusmehhanism pea igasuguse tootjapoolse huvi arendada tootmist ekspordiks. Vabalt konverteerivat valuutat kõrgemalt poolt välja võidelda oli lihtsam, tulusam ja vahest prestiižikamgi kui seda ise teenida. Õigemini polnudki ettevõtetel võimalik valu-

---

2 Siin jutuks olev reiting arvutati 12 komponendi summana. Balti riigid said 10 punkti tööstuse arengutaseme, ettevõtlusmeelsuse, Euroopa-läheduse ja taristu eest. 9 punkti andis harridustase, 8 punkti põllumajandustootmine, 6 punkti tööstuskaupadega isevälistamise võime ja rahvastiku homogeensus, 5 punkti võime teenida vabalt vahetatavat valuutat tööstuskaupade eest ja 3 punkti võime teenida vabalt vahetatavat valuutat põllumajandustoodete eest. Kõige väikesem koondsumma oli Tadžikistanil - 18 punkti. Ukrainale pakuti 83 ja Venemaale 72 punkti.

tat vähegi märkimisväärses koguses enda tarbeks teenida. Selle välistas välisvaluuta riiklik monopol. Välisvaluuta oli aga üks rangemini, kui mitte isegi kõige rangemalt ühisest katlast jaotatav ressurss.

**Mugandumine kõigega leppival NSV Liidu siseturul ning nõukoguliku majanduse absoluutne kaitstus maailmaturu võimaliku konkurentsi eest süvendasid tootmise tehnoloogilist ja majanduslikku mahajäämust.** Sellest räägib kujukalt välisturgudele jõudnud toodangu osatähtsus Eesti tööstuse kogutoodangus, mis kõikus 2–3% piires. Arenenud turumajandusriikidesse jõudis 1980. aastate algul seejuures 0,6–0,7% Eesti tööstustoodangust. Vabalt konverteeritava valuuta eest turustati vaid 0,4–0,5% Eesti tööstustoodangust. 1980. aastate teisel poolel võis vabalt konverteeritava valuuta vastu eksporditud Eesti toodangu koguväärtust hinnata maailmaturu hindades umbes 50–60 miljonile dollarile.<sup>3</sup> See oli valdavalt tooraine ja madala töötlusastme toodang, nagu turvas, täispuidust lihtmööbel, rehad-labidad, voodilinald. Eesti suurejoonelisest masinaehitustoodangust jõudsid arenenud turumajandusega riikidesse üksnes elektrimootorid ja needki valdavalt mujalt NSV Liidust eksporditud toodangu koosseisus. Väljapoole Nõukogude Liitu läks 1980. aastail siseturuhindades arvestatuna 5–7% Eesti koguväljaveost.

**1990. aastate algul äsjast sotsialismimaailma tabanud tootmismahade kahanemine osutus ootamatult suureks.** Eesti sisemajanduse kogutoodang vähenes aastail 1990–1994 EBRD hinnangul kokku 38%. Võrreldes teiste kunagiste NSV Liidu vabariikidega oli Eesti majanduslangus isegi väikesem, võrreldes aga Kesk-Euroopa postsotsialistlike riikidega suurem (vt tabelit 1.3). Et tegemist oli objektiivse protsessiga, mitte aga juhtimisvigadega, nagu sageli väidetud, näitab kasvõi kriisi kulgemise sünkroonsus (enamasti ühe-kaheaastase nihkega) neis riikides, erandiks vahest Poola, kus siirdekriisi siseneti teistest varem. Erinev on ehk kriisist väljumise aeg, mis mõne SRÜ<sup>4</sup> riigi puhul nihkus isegi 1990. aastate lõppu (Eesti majandus pöördus taas kasvule 1994. aasta teisel poolel). Täienduseks tabelile 3 tuleb märkida, et esimesel aastal pärast Saksamaa taasühendamist (1991) moodustas uute liidumaade (ehk endise Saksa Demokraatliku Vabariigi territooriumi) osakaal Saksamaa ekspordist juhtivatesse

---

3 Kalev Kuke käsikirjalised uurimused Eesti Teaduste Akadeemia majanduse instituudis. (Vt nt *Kalev Kukk 1989*).

4 SRÜ (Sõltumatute Riikide Ühendus) – riikide ühendus, mille moodustasid Valgevene, Venemaa ja Ukraina 8. detsembril 1991; need riigid deklareerisid, et Nõukogude Liit on sügavas kriisis ja lõpetab oma olemasolu (saadetakse laiali). Hiljem liitus SRÜga ka enamik teisi endisi NL liiduvabariike. Erandiks on Balti riigid, kes pole SRÜsse kunagi kuulunud.

*Tabel 1.3. Reaalse SKP kasvukiirus Euroopa postsotsialistlikes riikides aastatel 1990–1997 (%)*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1994 1989 = 100
Eesti	-6,5	-13,6	-14,2	-8,8	-1,6	2,8	5,7	11,7	62
Läti	2,9	-10,4	-34,9	-14,9	2,2	-0,9	3,6	8,3	52
Leedu	-5,0	-5,7	-21,3	-16,2	-9,8	1,2	5,1	8,5	53
Poola	-11,6	-7,0	2,6	3,8	5,2	7,0	6,2	7,1	92
Tšehhi	-1,2	-11,6	-0,5	0,1	2,2	5,9	4,0	-0,7	89
Slovakkia	-0,4	-15,9	-6,7	-3,7	6,2	5,8	6,1	4,6	80
Ungari	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,6	84
Sloveenia	-7,5	-8,9	-5,5	2,8	5,3	4,1	3,7	4,8	86
Horvaatia	-7,1	-21,1	-11,7	-8,0	5,9	6,8	5,8	6,8	63
Bulgaaria	-9,1	-11,7	-7,3	-1,5	1,8	2,9	-9,4	-5,6	75
Rumeenia	-5,7	-12,9	-8,8	1,5	3,9	7,1	3,9	-6,1	79
Venemaa	-3,0	-5,0	-14,8	-8,7	-12,7	-4,0	-3,6	1,4	63
Valgevene	-3,0	-1,2	-9,6	-7,5	-11,7	-10,4	2,8	11,4	71
Ukraina	-4,0	-10,6	-9,7	-14,2	-22,9	-12,2	-10,0	-3,0	51
Moldova	...	...	...	...	...	0,0	-5,9	1,6	...
Gruusia	-12,4	-20,6	-44,8	-25,4	-11,4	2,4	10,5	10,6	25
Armeenia	-7,4	-11,7	-41,8	-8,8	5,4	6,9	5,9	3,3	46
Aserbaidžaan	-11,7	-0,7	-22,6	-23,1	-19,7	-11,8	0,8	6,0	42
Kasahstan	-0,4	-11,0	-5,3	-9,2	-12,6	-8,2	0,5	1,7	67
Usbekistan	1,6	-0,5	-11,1	-2,3	-4,2	-0,9	1,6	2,5	84
Kõrgõzstan	5,7	-7,9	-13,9	-15,5	-20,1	-5,4	7,1	9,9	57
Türkmenistan	5,2	-4,7	-5,3	-10,0	-17,3	-7,2	-6,7	-11,3	71
Tadžikistan	-0,6	-7,1	-29,0	-16,4	-21,3	-12,4	-16,7	1,7	43

*Allikas: EBRD*

tööstusriikidesse (EMÜ ja EFTA riigid, USA, Kanada, Jaapan, Austraalia) üksnes 0,8% (*Wirtschaft in Zahlen '92 1992, 87–90*).

Nõukoguliku majanduskorralduse kokkuvarisemine ja NSV Liidu lagunemine viisid paratamatult ka Eestis senise NSV Liidu siseturule suunatud tootmise hääbumiseni. Traditsiooniliste tööstustoodete tootmine hakkas vähenema 1990. aastal, sama juhtus põllumajanduses, kus kasutati toormena

peamiselt sisseveetavat söödateravilja<sup>5</sup>. Teisalt saatis tootmismahdade vähene- mist järsult kiirenenud hinnakasv, langemist hüperinflatsiooni õnnestus post- sotsialistlikus maailmas vältida üksnes Tšehhoslovakkial ja Ungaril.

1991. ja 1992. aasta sündmused (riikliku iseseisvuse taastamine 20. augustil 1991, rublatsoonis vallandunud hüperinflatsioon, varasemate turgude kok- kuvarisemine) ja loobumine ühinemast SRÜga sundisid Eestit kaosest välju- miseks tegutsema vajaduspõhiselt. Sel ajal olid välistatud ulatuslikumad teo- reetilised vaidlused teemal „gradualism versus šokilaadsed reformid”, kuigi eelkõige Poola näitel olid ühe või teise lähenemise plussid ja miinused kõne all. Pealegi oleks piir gradualismi ja šokiteraapia vahel olnud neil aegadel suhtelisel ebamäärane. Majandusreformidega kiirustama sundis veel ka asjaolu, et mitmed sotsiaalsed reformid (pensionireform, sotsiaaltoetuste võrgu hüp- peline laiendamine) olid juba alanud. Seega oli kiire tegutsemine Eesti jaoks sisuliselt elu ja surma küsimus.

**Nii emotsionaalsest kui ka puhtmajanduslikust vaatevinklist eeldas see eel- kõige rahasüsteemi reformi.** Emissioon oli jäänud teise riigi, Venemaa kätte, kes ähvardas ühtaegu nii rahatähtede füüsilise nappuse kui ka inflatsiooni hoogustava liigemissiooniga. Ettevalmistusi rahareformiks tõukasid tagant juba mõnda aega õhus olnud oma raha ootused.

---

5 1988. ja 1989. aastal veeti näiteks Eestisse 1,3 miljonit tonni söödateravilja. Peamiselt naf- tadollarite eest imporditud teravili tuli sisse, sellest toodetud liha- ja piimasaadused läksid rublade eest välja nn üleliidulistesse fondidesse (eelkõige Moskvasse ja Leningradi). Tipptaasta oli 1987, kui üleliidulistesse fondidesse tarniti 70 000 tonni liha (sellega täideti 2,9% kogu fondist) ning 535 000 tonni piima ja piimatooteid (3,8% fondist). Söödateravilja sisseveo järsk vähenemine (1990. ja 1991. aastal vastavalt 747 000 ja 300 000 tonni) lõi sellisel põllumajandu- sel paratamatult jalad alt.



## 1.2. RAHAPOLIITILISE MÖTTE ARENG

### 1.2.1. Duaalse rahasüsteemi mudelid Eestis ja Nõukogude Liidus

Eesti rahareformi idee sündi seostatakse enamasti nn nelja mehe ettepanekuga, mis ilmus 1987. aastal ajalehes Edasi. See tekitas avaliku arutelu Eesti majandusliku iseseisvuse üle Nõukogude Liidu haldusterritoriaalse üksusena ning omandas peatselt selge poliitilise värvingu. Iseenesest oli tegemist ettepanekuga kehtestada Nõukogude Liidus duaalne rahasüsteem, nii et Eestis võetaks käibele „konverteeritav rubla kui rahvusvaheliselt aktsepteeritud maksevahend” (sarnaselt Hiina erimajandustsoonidega), mitte tingimata ainuraha (*Kallas jt 1987*). Selles mõttes kuulus tollane ettepanek loogiliselt ühte ritta mujalgi NSV Liidus peetud ja perestroikast kantud arutlustega konverteeritava vääringu eksperimentaalse paralleelse kasutuselevõtu üle.

Eesti oma raha idee kinnitati ametlikult 1989. aasta kevadel ENSV ülemnõukogus seadusena vastu võetud isemajandamise alustega: „Eesti NSV kompetentsi kuulub panganduse ja raharingluse korraldamine, kaasa arvatud oma raha sisse-seadmine ning selle teiste valuutade, sealhulgas rubla kui NSV Liidu ühisvaluuta vastu vahetamise korra ja kursi kindlaksmääramine. Eesti NSV majanduse arendamise üheks eesmärgiks on saavutada Eesti NSV raha vaba konverteeritavus välisriikide valuuta suhtes” (*Eesti NSV isemajandamise alused 1989*).

Esimese Eesti rahareformi kontseptsiooni ja oma rahale ülemineku programmi töötas välja Rein Otsason, toonane Eesti NSV Teaduste Akadeemia majanduse instituudi direktor (*Otsason 1988; Eesti NSV rahale ülemineku programm 1989*). Siinkohal väärub rõhutamist, et Otsasoni mudelit võib vaadelda üksnes toonase isemajandamise idee kontekstis, sugugi mitte aga 1992. aasta rahareformi kontekstis. Oma olemuselt oli Otsasoni mudel duaalne rahasüsteem, mis põhines Nõukogude Liidu territoriaalse terviklikkuse printsiibil.

Oma mudelis põhjendas Rein Otsason tollase Nõukogude Liidu majandus-tingimustes piirkondliku raha kasutuselevõtu vajalikkust ja võimalikkust. Ta kirjeldas ka süsteemi põhimõtteid ja toimimismehhanismi, võttes aluseks järelduse (ja ühtlasi eelduse), et „NSV Liidu keskorganid üksi elanike tulude ja kulude tasakaalustamisega toime ei tule” (*Otsason 1988, 44*). Selles mõttes oli tegemist ajutise ja olukorrast tingitud hädalahendusega, mille realiseerimine „osutub võimalikuks isemajandavate liiduvabariikide raharingluse teatud piirides eraldatuse puhul” (*ibid.*). Oma lõppjärelduses viitab Otsason ka

sellise piirkondliku valuuta ajutisele olemusele: „Edaspidi, kui isemajandamisele üleminekul hakkavad oma valuutat kasutama kõik liiduvabariigid, võib üleliiduline valuuta - rubla - kujuneda liiduvabariikidevahelise majandussuhtluse universaalseks aluseks analoogselt „maailmaraha” dollariga läänemaailma kaubandussuhetes. Selline asjade käik võib tulevikus viia selleni, et saavutanud senisest tunduvalt kõrgema arengutaseme ja kõrvaldanud ringlusest liigsed rublad, võivad liiduvabariigid tagasi tulla ühtse valuuta, miks mitte ka rubla kasutamisele NSV Liidu sisekäibes. Siis juba teistel alustel, kõigi liiduvabariikide kõiki huvisid arvestades.” (Ibid. 47).

Teisalt oli ka Eestis esindatud Nõukogude rublaga paralleelse üleliidulise konverteeritava vääringu käibelevõtu idee, kusjuures n-ö eksperimentaalse baasina pakuti siin välja Eestit (vt *Вольм 1989*).

**Õigustatult ei pidanud Rein Otsason võimalikuks piirkondliku raha konverteerimist kolmandatesse vääringutesse.** Konverteeritavuse oleks sel juhul pidanud tagama NSV Liidu keskpang: „Selleks vajalikud tagatisvarad luuakse välisvaluuta ja väärismetallide tagavarade teatud osa üleandmisega NSV Liidu Riigipangast Eesti Panka” (*Eesti NSV isemajandamise kontseptsioon 1988*, 25). **Tollel ajal oleks see olnud ka majanduslikult võimatu.** Nimelt olid NSV Liidu Riigipanga kulla- ja välisvaluutareservid (sealhulgas arvelduskontod välismaistes pankades) 1. jaanuariks 1991 kahanenud 1,3 miljardi rublani, mis moodustas vaid 0,2% panga varadest<sup>6</sup>. Sellest omakorda oleks Eesti Panga osa olnud teoreetiliselt 9 miljonit rubla, võttes arvesse Eesti osakaalu Nõukogude Liidu majanduses (0,7%), või maksimaalselt 13–14 miljonit dollarit, lähtudes rubla ametlikust vahetuskursist. Arvestades rubla erinevat ostujõudu Nõukogude Liidu eri piirkondades (keskselt fikseeritud hindade tõttu mõõdeti rubla ostujõudu tegelikult defitsiidi suurusega), jõudis Rein Otsason järeldusele, et isegi sellisest oma rahast „on juba suur abi efektiivse majanduse poole liikumisel” (*Otsason 1988*, 47).

**Otsasoni mudeli puhul oleks kõrvuti liiduvabariigi oma rahaga käibele jäänud ka NSV Liidu ühine raha.** Siiski oleks see eeldanud Nõukogude Liidu reformimist (vähemalt majanduslikus mõttes) konföderatsiooniks, kus peale iga liiduvabariigi oma raha kehtestamise oleks tulnud luua ka riigisisised tollipiirid, samamoodi nagu see oli olnud Eestis lühikest aega pärast Nõukogude Liidu poolset annekteerimist enne 1. novembrit 1940.

---

<sup>6</sup> Teisalt oli riigile antud laenude suurus 462,1 miljardit rubla ehk 72,4% NSV Liidu Riigipanga varadest (vt *Народное хозяйство СССР в 1990 г. 1991*, 28).

**Tagasi vaadates on selge, et Otsasoni mudelil on üksnes ajaloolis-teoreetiline tähtsus** sotsialistliku turumajanduse ja keskvõimul põhineva Nõukogude Liidu rahumeelse konföderaliseerimise kontekstis. Teisalt põhines see mudel mingil määral eeldusel, et rubla muutub järk-järgult Nõukogude Liidu sise-seks arvelduslikuks ülekanderublaks ja et Nõukogude Liidus hakkab kehtima Vastastikuse Majandusabi Nõukogu (VMN) ülekanderubla (*переводный рубль*)<sup>7</sup> loogikal põhinev rahasüsteem. Samal ajal oli ülekanderubla kasutusvaldkond VMNi riikide kvaasirahana juba mõnda aega järjest kahanenud.

Otsasoni mudel jäi pelgalt ajaloolis-teoreetilise tähtsusega ideeks ka seetõttu, et toonase Nõukogude Liidu keskvalitsuse jaoks olid piirkondlikud vääringud absoluutselt välistatud ning nendest räägiti kui lapsikust ekstravagantsusest ja perestroika võimaldatud (ajutisest) poliitilisest kõrvalekaldest.<sup>8</sup>

**Võimaliku rahareformi kontekstis olid ENSV Teaduste Akadeemia majanduse instituudi väljatöötatud isemajandamise lõplik kontseptsioon** (Eesti NSV isemajandamise kontseptsioon 1988) ning eelkõige ENSV ülemnõukogus 18. mail 1989 vastu võetud seadus „Eesti NSV isemajandamise alused” ja heaks kiidetud „Eesti NSV isemajandamise koondkontseptsioon” **juba puhtdeklaratiivsed dokumendid.**

Eesti NSV siseturul oleks pidanud käibima üksnes Eesti NSV raha, samas aga mööndi Nõukogude Liidu universaalse ja ühise raha olemasolu ning räägiti Eesti Panga ja NSV Liidu Riigipanga partnerlussuhetest. Samuti kiideti Eestis heaks niinimetatud rublapoodide säilitamine ja rubla jätkuv kasutamine

---

7 Ülekanderubla (pervodnoi rubl) oli arveldusühik, mida kasutati VMNi riikide omavahe-  
lises kaubanduses. Sisuliselt oli tegemist mitmepoolse kliiringraha laadse maksevahendiga,  
mille kasutusvõimalused 1980. aastatel vähenesid. Selle eest ei tahetud müüa kaupu, mida võis  
müüa dollarite eest. Ülekanderubla oli samamoodi arveldusühik nagu valuutarubla, ainult  
et „madalakvaliteedilisem”, selle eest müüdi n-õ pehmeid kaupu VMNi liikmesriikidele, st  
kaupu, mida polnud võimalik kuhugi dollarite eest müüa. Nii nagu valuutarublal puudus  
ühene seos siseriingluses oleva rublaga (hindade mõttes), nii polnud seda ka ülekanderublal.

8 Näiteks annab NSV Liidu Ministrite Nõukogu riikliku välismajanduskomisjoni teadus-  
majandusnõukogu rubla konverteeritavusele etapilise ülemineku programm hukkamõistva  
hinnangu mis tahes duaalse rahasüsteemi loomise ideele NSV Liidus: „*Programm distantseerub  
ka ettepanekutest viia NSV Liidus sisse mingid „paralleelsed”, „tõelised” ja „regionaalsed” rahad  
teena konverteeritavusele. [...] Enamgi, kõik need valuutasurrogaadid nõuavad oma konverteeritavuseks samu eeldusi, mida rublagi. Lisaks tuleks nende näol mõista varjatud rahareformi  
ja loobumist olemasoleva rubla toetamisest, selle asemel et seda stabiliseerida. [...] Mis puutub  
„regionaalsetesse” vääringutesse, siis need on tänapäeva tingimustes majandusliku romantismi  
erivormiks, sest ükskõik milline liiduvabariik jääb konverteeritavuse saavutamisel praegu kau-  
gemale maha kui NSV Liit.*” (*Программа поэтапного перехода к конвертируемости  
советского рубля в иностранные валюты. (1990). Москва.*)

arveldusühikuna: „*Mis puutub arveldustringlusesse, siis siin ringluse korraldamine peaks toimuma tõenäoliselt sellisel teel, et vähemalt pool ettevõtete vahenditest ümbervahetamisele ei kuulu, vaid jääks nende käsutusse kasutamiseks rublaturul*” (*Eesti NSV rahale ülemineku programm 1989, 16*).

Loogilise jätkuna sellele dokumendile kirjutati kohaliku valuuta idee sisse ka Eesti NSV esimesse pangaseadusse, mis võeti vastu 28. detsembril 1989. Selle kohaselt oli üks Eesti Panga põhiülesandeid tagada stabiilne raharinglus ja Eesti NSV territooriumil käibiva raha ostuvõime ning rahvusliku valuuta vahetuskursi kindlaksmääramine Nõukogude ja välisriikide raha suhtes (*Eesti Nõukogude Sotsialistliku Vabariigi pangaseadus 1989*).

**Nii lõppes esimene, mõnevõrra idealiseeritud ja heroiline etapp Eesti oma raha poole püüdlemisel.** Ühest küljest polnud seda riiki, kes oma raha ihkas, veel *de facto* olemaski; teisest küljest usuti kas naiivsusest või mõnel muul põhjusel, et oli täiesti võimalik kehtestada kahetasandiline rahasüsteem, kus piirkondlik valuuta oleks vabalt välisvaluutadesse konverteeritav, kuigi NSV Liidu rubla seda ei olnud.

## **1.2.2. 1990. aasta kontseptsioonid**

Esimesed n-ö ametlikud rahareformi kontseptsioonid töötati välja valitsuses (nn Bo Kraghi kontseptsioon<sup>9</sup>) ja Eesti Pangas (nn Rein Otsasoni kontseptsioon) 1990. aasta lõpuks. Siiski piirduti neis üksnes võimaliku reformi tehnilise rakendamisega ega käsitletud reformijärgset rahapoliitikat (*Oma rahale ülemineku kontseptsioonid 1990*). Nende kontseptsioonide eeltingimus oli NSV Liidu keskvoimu nõusolek omavääringu kehtestamisega (parimal juhul oleks selline nõusolek tähendanud Šoti naelaga võrreldavate rahvusliku tagaküljega rublade ringlust), ehkki võimalust, et tekib vajadus otsustavalt tegutseda, ei jätud täielikult kõrvale.

**Tagantjärele võib neid kontseptsioone hinnata ka naiivteoreetilisteks, neil ei olnud hilisema tegeliku rahareformiga peaaegu mingit seost.** Ehkki tehnilised ettevalmistused rahareformiks algasid juba varem, muutus selle elluviimine võimalikuks alles pärast Eesti taasiseseisvumist 20. augustil 1991.

**Nagu öeldud, ei olnud need kontseptsioonid (mis ei hõlmanud enam duaalset rahasüsteemi), rääkimata varasematest ideedest, 1992. aasta rahareformiga**

---

9 Bo Kragh (Svenska Handelsbanken) oli toonane Eesti peaministri nõunik, hilisem Eesti Panga asepresident.

selle kitsamas tähenduses peaaegu üldse seotud. Kui tollal *de facto* Nõukogude Liitu kuulunud Eestis oleks omal riisikol korraldatud rahareform, oleks see läbi kukkunud; sisuliselt oleks see taandunud surrogaatrahajäljaandmisele. Peamine probleem on sellise oma raha usaldusväärsus. Ilmselt oleks olnud võimalik sundida kohaliku omavalitsuse asutusi ja riigiettevõteteid maksma palkasid Eesti (NSV) rahas ning riigi omandis olevaid kaubandus- ja teenindustevõteteid seda raha vastu võtma, ent mitte mingil juhul poleks see raha suutnud muutuda säästuvahendiks ega ka mitte potentsiaalseks laenuressursiks. Selles mõttes poleks selline oma raha kuidagi erinenud talongidest. Mingil määral võib näha seoseid 1990. aasta kontseptsioonide ning Lätis ja Leedus hiljem kehtestatud rublise ja talonase vahel, kuid need võeti kasutusele alles 1992. aastal ehk juba üleminekurahana äsja taasiseseisvunud riikides.

**Eesti Panga rahareformi kontseptsioon välistas tegelikult juba ette rahareformi kiire toimumise võimaluse, sest „Eesti raha võib sisse viia tingimustes, kui hüperinflatsiooni reaalselt ohtu ei ole või see on vähendatud miinimumini” (Oma rahale ülemineku kontseptsioonid 1990, 22).** Ent seda öeldi ajal, mil rubla inflatsioon alles hakkas hüperinflatsiooniks kujunema.

**Teiselt poolt tundus oma raha konverteeritavus ja stabiilsus vähemalt tol hetkel saavutamatu.** Seda pessimistlikku seisukohta väljendas otsesõnu Bo Kragh: „Ilma saladusi avalikustamata võib aga siiski juba nüüd väita 100-protsendilise kindlusega, et veel hulk aastaid pärast Eesti rahareformi läbiviimist puuduvad Eestis küllaldased valuuta- ja kullareservid (rääkimata majanduslikust jõust), et muuta kroon rahvusvaheliselt konverteeritavaks valuutaks. Eesti ei ole suuteline kaitsma välismaal krooni teatud kurssi USA dollari, Saksa marga või teiste rahvusvaheliselt konverteeritavate valuutade suhtes, kasutades oma reservi välisvaluutas või kullas” (Oma rahale ülemineku kontseptsioonid 1990, lk 10).

**Ometi alustati nende kontseptsioonide põhjal tehnilisi ettevalmistusi rahareformiks** (korraldati konkursid rahatähtede kujundamiseks ja trükkimise alustamiseks). 27. märtsil 1991 asutas ülemnõukogu nendest kontseptsioonidest lähtudes rahareformikomitee, mis koosnes *ex officio* peaministrist ja Eesti Panga presidendist ning ülemnõukogu/parlamendi määratud sõltumatust eksperdist. Ka see komitee jäi oma aega ootama. Selgem arusaam rahareformist ja sellele järgnevast rahapoliitikast kujunes välja alles 1992. aasta märtsis-aprillis ehk kaks-kolm kuud enne reformi.

## 1.3. RAHAREFORM

### 1.3.1. Varjatud rahareformi etapp

Nõukogude majanduse kiire lagunemine ja keskvõimu nõrgenemine 1980ndate lõpus andis tõuke ja võimaluse Eesti rahapoliitiliste otsuste langetamiseks. Eesti oli endistest NSV Liidu riikidest esimene, kes hindade järkjärgulise vabakslaskmisega (millega aeg-ajalt kaasnes hindade ajutine külmutamine) alates 1990. aastast n-õ legaliseeris seni varjatud ja tõkestatud inflatsiooni. Esimene arvestatav hinnapoliitiline otsus oli enamiku liha-, piima- ja teraviljatoodete jaehindade riikliku subsideerimise lõpetamine alates 15. oktoobrist, mis tõi endaga kaasa nende toodete järsu, kahe- kuni kolmekordse hinnatõusu.

Et juba varem (1990. aasta jaanuaris) oli Eesti kohalik valitsus kaotanud **palgapiirangud**, hakkasid muude, eelkõige defitsiitsete tarbekaupade hinnad jootuvalt suurenevast nõudlusest 1990. aasta lõpus kiiresti tõusma. Sellest tulenevalt muutusid Eestis ringlevad rublad järjest odavamaks, samal ajal kui mujal NSV Liidus, sealhulgas Lätis ja Leedus, olid hinnad ikka veel külmutatud.

*Tabel 1.4. Elukalliduse indeks Eestis, Lätis ja Leedus 1990.–1992. aastal (protsentides, perioodi lõpukuu võrreldes eelmise perioodi lõpukuuuga)*

	Eesti	Läti	Leedu
<b>1990:</b>			
I kv 1989 – I kv 1990	79	29	9
<b>1991:</b>			
I kv	46,3	55,0	37,9
II kv	28,4	20,3	48,5
III kv	36,8	12,2	13,8
IV kv	56,7	73,3	107,3
Detsember 1990 – detsember 1991	302,7	262,4	382,7
<b>1992:</b>			
I kv	323,7	226,3	159,2
II kv	29,6	44,8	32,2
III kv	57,4	55,9	88,0
IV kv	21,9	43,8	95,9
Detsember 1991 – detsember 1992	953,5	958,6	1162,5

*Allikas: Eesti, Läti ja Leedu statistikaametid*

1990. aastal tõusid tarbijahinnad Eestis 79%, sealhulgas neljandas kvartalis 36% (võrreldes vastavalt 1989. aasta neljanda kvartaliga ja 1990. aasta kolmanda kvartaliga). Lätis kasvasid tarbijahinnad 1990. aastal keskmiselt 29%, Leedus 9% (vt tabelit 1.4). Ametliku statistika järgi tõusid tarbijahinnad NSV Liidus 1990. aastal keskmiselt 5,3% musta turgu arvestamata ja 6,8% musta turgu arvesse võttes (*Народное хозяйство СССР в 1990 г. 1991, 171*).

Selle tulemusena oli Eestis (loomulikult võrreldes muu rublatsooniga) suhteliselt palju kaupu, mis olid kõrgemate müügihindade tõttu Eestisse liikunud ja mida sai siin „kohalike” rublade eest osta, küll varasemate säästude ohverdamise hinnaga; vanade hindade juures poleks nende säästude eest siiski niikuinii midagi osta saanud. Kummalisel moel ei reageerinud NSV Liidu keskvõimud rubla vastu korraldatud sabotaažile mitte mingil viisil.<sup>10</sup> Vastupidi – isegi siis, kui keskvõimud püüdsid lõpuks midagi järjest suureneva ebavõrdsuse tasandamiseks ette võtta (nn Pavlovi reformid<sup>11</sup>), jäid rahakraanid Balti riikide jaoks ikkagi avatuks. Seda võis tõlgendada keskvõimu viimase katsena neid riike tagasi osta: samal ajal kui pankade poolt „rahvamajandusele ja elanikkonnale” antud laenude jääk vähenes 1990. aastal NSV Liidus tervikuna 6,8%, suurenes see Lätis 8,6%, Leedus 17,7% ja Eestis isegi 37,0% (*Народное хозяйство СССР в 1990 г. 1991, 30*).

Ennetava inflatsiooni poole püüdlamise kõrval oli Eesti majanduspoliitikas neil aastatel veel teinigi oluline rahapoliitiline ilming – dollariseerumise soosimine, mille eesmärk oli luua alternatiivne välisvaluutaringlus ja välisvaluutat Eestisse meelitada. Tuginedes peamiselt Poola 1980. aastate kogemusele, töötas Eesti valitsus 1991. aasta alguses välja nn dollariseerimisprogrammi, mis ei pälvinud küll ametlikku staatust, ent juriidilises mõttes tähendas avalikku vastuollu minekut nii NSV Liidus kehtivate välisvaluutaeeskirjade kui ka kriminaalkoodeksiga.

**1991. aasta märtsis hakkas Eesti Pank iseseisvalt noteerima Nõukogude rubla, võttes aluseks musta turu vahetuskursid.** Sisuliselt tähendas see Nõukogude rubla kohalikku devalveerimist. Brian Van Arkadie ja Mats Karlsson võrd-

---

10 Olemuslikult oli tegemist n-ö püga-oma-naabrit-poliitika (*beggar-my-neighbour policy*) alateadliku rakendamisega

11 Valentin Pavlov oli 14. jaanuarist kuni 22. augustini 1991 NSV Liidu peaminister, kelle nimega assotsieeruvate reformide idee oli algselt ringluses oleva sularaha hulga vähendamine. Esimeseks sammuks oli 1961. aastast käibel olnud 50- ja 100-rublase rahatähtede kehtetus tunnistamine 22. jaanuaril 1991, mis kukkus Eestis sisuliselt läbi.

sustasid sellise tegutsemise oma, sajaprotsendiliselt tagatud vääringu kasutuselevõtuga: „*Alternatiivse strateegiana võiksid need vabariigid [Eesti, Läti ja Leedu] legaliseerida või isegi soodustada välisvaluuta kasutamist rublaga kõrvuti. Spontaanselt on see juba toimunud, eriti Eestis. See mõjuks samaväärselt uue, 100% valuutatagatisega omavääringu kehtestamisega (oluline erinevus on see, et 100% välisvaluuta tagatisega raha puhul saab emitent või valuutakomitee välisvaluuta hoidmisest intressitulu)*” (Van Arkadie ja Karlsson 1992).

Seega võib aastaid 1990–1991 vaadelda kui pika rahareformi esimest, n-õ vaheraha etappi, kus Eestis ametlikult kehtiv maksevahend oli „oma” rubla, mis oli väliselt samane Nõukogude rublaga, ent mille ostujõud oli nõrgem. Pärast seda kui Venemaa hakkas 1991. aasta lõpus hindu vabaks laskma ning tõstis järsult energia ja toorainete hinda, tabas Eestit uus hinnatõus, kuid nüüd juba kuluinflatsioonina. Näiteks tõusid vedelkütuste hinnad 1992. aasta jaanuaris 50–70 korda. Samuti lasti veebruaris lõplikult vabaks toiduainete hinnad ja seejärel võis hinnareformi lugeda lõppenuks (paljudes sotsiaalselt tundlikes valdkondades jäeti siiski alles nn reguleeritavad hinnad).

### 1.3.2. Rahareform kitsamas mõttes

NSV Liidus 1991. aasta teises pooles valitsenud hüperinflatsiooni tingimustes suutis Eesti säilitada 1990. aastal kättevõidetud eelised kuni 20. juunil 1992 korraldatud rahareformini. Selleks ajaks olid tarbijahinnad võrreldes 1989. aasta lõpuga tõusnud Eestis keskmiselt 35,5 korda, Lätis 19,2 korda ja Leedus 16,1 korda (vt tabelit 1.4). Eestis olid hinnad ja palgad juba iseseisvuse taastamise ajaks umbes 1,5–2 korda kõrgemad kui lähedalasuvates endistes liiduvabariikides (vt tabelleid 1.4 ja 1.5). Odav „oma” rubla osutus ühest küljest Eesti siseturu jaoks tõhusaks kaitsemeetmeks, teisest küljest aga lähendas Eesti hinnastruktuuri rahvusvahelisele hinnastruktuurile.

Ometi ei olnud Eesti esimestel taasiseseisvumisele järgnenud kuudel veel oma rahale üleminekuks valmis. Isegi veel 1992. aasta märtsis leidis Rahvusvaheline Valuutafond, et Eesti ei ole reformiks piisavalt ette valmistatud, ning soovitas oma memorandumis tungivalt rahareform 1992. aasta teise poolde edasi lükata (*Aide-mémoire 1992*). Küll oli selleks ajaks toimunud Eesti tulevaste rahatähtede kujundamise konkurss ja tehtud vajalikud tehnilised ettevalmistused rahatähtede trükkimiseks. Ühe- ja kahekrooniste rahatähtede kujundajaks valiti Urmas Ploomipuu ning suurema nimiväärtusega rahatähtede kujundajaks Vladimir Taiger.



*Tabel 1.5. Keskmised palgad Balti riikides ja teistes endistes liiduvabariikides aastatel 1988–1992 (rublades)*

	1988	1989	1990	1991	1992
Eesti	249	270	341	775	...
Läti	227	250	291	562	...
Leedu	223	244	283	737	...
Venemaa	235	259	297	580	6400
Valgevene	193	212	247	541	5072
Ukraina	168	184	220	476	...
Moldova	166	197	252	457	3386
Gruusia	145	170	233	270	1518
Armeenia	208	221	244	335	1394
Aserbaidžaan	170	182	239	345	2736
Kasahstan	199	210	246	456	4786
Usbekistan	150	165	203	366	2582
Türkmenistan	179	204	246	470	3593
Kõrgõzstan	165	198	220	386	2544
Tadžikistan	185	205	273	370	2035

*Märkus: Balti riikide 1991. aasta näitajad pole omavahel ega SRÜ riikidega otseselt võrreldavad.*

*Allikas: Eesti, Läti ja Leedu statistikaametid; Народное хозяйство СССР в 1990 г. 1991, 98; Содружество независимых государств в 1998 году. 1999, 143–308.*

Oli rahareformist pakilisemaidki probleeme, mis nõudsid lahendamist, samuti soovis Eesti rubla inflatsiooni veel viimase võimaluseni ära kasutada, teisisõnu osta odavate rublade eest mis tahes kaupa. Vajadus reformi kiirendada ilmnes aastavahetusel, kui tõeline hüperinflatsioon (vt tabelit 1.6) ja Venemaa keskpanga väljakuulutamata blokaad tõid kaasa järjest süveneva sularaha puudujäägi. Sama probleem tabas kõiki teisi endisi liiduvabariike, mis olid võtnud suuna kontrollimatule laenuandmisele, sest rahatähti trükiti üksnes Venemaal. Siiski sai Eesti 1992. aasta esimese viie kuu jooksul Venemaa keskpangalt veel 800 miljoni rubla väärtuses sularaha.

Ennetava inflatsiooni poliitika koos dollariseerumise soosimisega kergendas märkimisväärselt hilisemat krooni kasutuselevõttu. Inflatsioon oli selleks ajaks rubla ära söönud või olid rublad vahetatud välisvaluutaks või hilisema

„konverteerimise” lootuses kõikvõimalikeks ainelisteks väärtusteks (mööbel, viin, suhkur, seep jne). Just välisvaluutasäästud aitasid kaasa Eesti Panga valuutatarvete kiirele kasvule pärast rahareformi. Nii näiteks moodustas 1992. aasta juunis (rahareformi kuul) konverteeritava välisvaluuta müügist teenitud summa 8,3% keskmise Eesti perekonna netosissetulekust. Juulis ja augustis olid vastavad näitajad 3,3% ja 4,8%. Rahareformile eelnenud kolme kuu jooksul oli see arv olnud vahemikus 1,7–2,6% (*Eesti sotsiaalstatistikat 1994, 24*).

**Erinevalt Lätist ja Leedust jättis Eesti vahele nominaalselt paralleelse ehk vaheraha etapi** (*Kukk 1997a, 34–35; Kukk 1997b, 248–253*), mida näiteks Rein Otsason (*Eesti rahareform 1992 1997, 144*) on hiljem majanduslikult vääraks pidanud. Teistes Balti riikides eeskätt sularahapuuduse tõttu kasutusele võetud paralleelraha kehtestamist vältis Eesti peamiselt tšekkide ja sularahata arvelduste suurendamisega ning palkade, pensionide ja sotsiaalmaksete edasilükkamisega<sup>12</sup>.

**Eesti rahareform toimus 20. juunil 1992** ehk täpselt 44 aastat pärast Saksa läänealade rahareformi. Ehkki erinevalt Eesti rahareformist põhines Saksa reform liigse likviidsuse halduslikul piiramisel ja selle aspekti mõju Eesti reformi tehnoloogilisele küljele oli minimaalne, mängis Saksa rahareformi ideoloogia Eesti reformis siiski vägagi arvestatavat osa. **Majanduse seisukohast oli see Eestile rahareformiks parim aeg. Esimeses kvartalis oli toimunud imporditud toorainete ja energiakandjate vältimatu plahvatuslik hinnatõus.** Juuniks oli hinnatase muutunud aga juba suhteliselt stabiilseks – 1992. aasta teises kvartalis kasvasid tarbijahinnad Eestis „kõigest” 30%. Pealegi oli Venemaa keskpank viimase poole aasta jooksul püüdnud rubla vahetuskurssi jõuga stabiliseerida (võrreldes jaanuariga oli rubla kurss dollari suhtes tõusnud juuniks 230 rublalt 110–115 rublale; 1991. aasta juunikuus oli see olnud umbes 30 rubla), mis mõjutas rublade ringlust ka Eestis. See oligi viimane aeg rublatsoonist lahkuda, sest sügisel algas seal uus hüperinflatsiooni laine (vt tabelit 1.6).

**Rublad kõrvaldati ringlusest denominatsioonilise rahareformiga: 10 rubla võrdsustati 1 krooniga. Kroon seoti jäigalt Saksa margaga ning nii kulla ja**

---

12 Õigupoolest kerkis ka Eestis korraks päevakorda krooni käibelevõtt rubla paralleelrahana. Nimelt pakkus tingituna sularaha puudujäägist toonane peaminister Tiit Vähi 1992. aasta mais välja idee võtta ühe- ja kahekroonised rahatähed juba enne ametlikku rahareformi kasutusele suure rublanominaaliga rahatähtedena. See idee häabus aga avalikkuse ja Eesti Panga vastuseisu tõttu kiiresti. Tegelikult toimus midagi sarnast hiljem Lätis, kus 5. märtsil 1993 võeti esimese latinominaalina 1000-rubliselise rahatähe ekvivalendina kasutusele 5-latine rahatäht, asendamaks hiljuti kasutusele võetud, kergesti võltsitavaks osutunud 500-rublist rahatähte.

Tabel 1.6. Tarbijahindade muutumine Balti riikides ja teistes endistes liiduvabariikides aastatel 1992–1997 (protsenti võrreldes eelnenud aastaga)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Eesti	1076	90	48	29	23	11
Läti	951	109	36	36	25	18
Leedu	1021	410	72	40	25	9
Venemaa	1627	974	408	298	148	115
Valgevene	1071	1290	2321	809	153	164
Ukraina	1627	4835	991	477	180	116
Moldova	1209	1284	587	130	124	112
Gruusia	847	11372	6574**	263	139	107
Armeenia	828*	1923*	5062	276	119	114
Aserbaidžaan	1012	1229	1764	512	120	104
Kasahstan	1615	1758	1977	276	139	117
Usbekistan	...	...	...	...	...	...
Kõrgõzstan	...	1186	281	143	132	123
Türkmenistan	870	1731	2814	...	...	...
Tadžikistan	1063	2236	340	543	370	172

\* Kaupade ja teenuste jaemüügihinnad ja -tariifid

\*\* Võrreldes eelmise aasta detsembriga

Allikas: Eesti, Läti ja Leedu statistikaametid; *20 Years of the Commonwealth of Independent States 1991–2010*, 436

välisvaluuta algsete varude kui ka välisvaluuta nõudluse ja pakkumise vahetuse põhjal kehtestati vahetuskurs 1 Saksa mark = 8 Eesti krooni (ametlikult devalveeriti rubla ametlikud ostu- ja müügikursid hilisemate ümberhindamiste lihtsustamiseks rahareformi hetkel vastavalt 9,6% ja 2,4%). Sisuliselt oli kroon sel hetkel seotud ka tulevase euroga ja 1. jaanuaril 1999 otsustatigi siduda Eesti kroon Saksa marga asemel edaspidi euroga, kasutades vahetuskursi 1 euro = 15,64664 Eesti krooni (avalikkuse jaoks piisas neljast komakohast). Rahareformi käigus võis iga Eesti püsielanik vahetada sularaha kuni 1500 rubla vahetuskursiga 10 : 1 (ehk ainult 18,75 Saksa marka!). Sama kursiga vahetati kroonideks kõik pangahoiused ja kohustused. Suuremad sularahasummad vahetati kursiga 50 : 1, ent kuna Nõukogude rubla veel toimis ja tollipiir Eesti ja Venemaa ning Eesti ja Läti vahel polnud tööle hakanud, oli see vahetuskurs üksnes teoreetilise tähtsusega. Rahareformi ajal koguti kokku 2 259 669 091 rubla, mille Eesti Pank ostis välja 28,2 miljoni Saksa marga eest.

Alguses oli kroon tagatud peamiselt sõjajärelsete kullahoiustega, mille lääne-riikide pangad olid Eestile veidi aega enne rahareformi osaliselt tagastanud (vt Hagelberg 2007). Aastatel 1992–1993 saadi tagasi 11,3 tonni kulda kas väärismetallina või rahalise kompensatsioonina. Ainult tänu sellele kullale oli võimalik kasutada valuutakomitee korralduspõhimõtetele rajatud rahasüsteemi. Reformi hetkel oli see kuld õigupoolest ainuke krooni tagatis: 1992. aasta 1. juuli seisuga ehk Eesti Panga esimeses reformijärgses bilansis moodustas kuld 91% panga välisvaradest. Ilma selleta ei oleks esmast krooniemissiooni olnud võimalik tagada.

Eesti oli endistest liiduvabariikidest esimene, kus korraldati tõeline rahareform. Sama aasta juulis sai Läti riiklikuks rahaks rublis (see võeti kasutusele 7. mail 1992 paralleelrahana) ja oktoobris võeti Leedus kasutusele talonas (samuti paralleelrahana). Teistes endistes liiduvabariikides mindi oma rahale üle peamiselt 1993. aastal; viimasena võttis oma raha kasutusele Tadžikistan 1995. aasta maikuus.

### 1.3.3. Rahapoliitilised valikud

**Võimalike rahapoliitiliste otsuste hulk oli piiratud.** Valik tuli teha oludes, kus kohaliku raha ehk Nõukogude rubla kasutusvõimalused olid administratiivselt kitsendatud, samuti oli rublal eri inimeste jaoks erinev väärtus olenevalt sellest, kuidas keegi pääses ligi defitsiitsetele ressursidele ja kaupadele. Rubla konverteeritavus ametliku vahetuskursiga oli tagatud üksnes erandjuhtudel, sest välisvaluutat tohtis omada üksnes riik. Samuti oli viimaste aastate inflatsioon niigi habrast usaldust rubla vastu oluliselt õnestanud. Rahareformi edu sõltus inimeste kindlustundest uue raha suhtes, eriti olukorras, kus välisvaluutat (enamasti Soome marka, Rootsi krooni ja USA dollarit) oli ringluses järjest rohkem.

**Põhimõttelised otsused tuli langetada eeskätt järgmistes küsimustes:**

- kas kõrvaldada rahavahetuse ajal ringlusest võimalikult palju sularaharublasid, st vahetada kroonid rublade vastu, või jagada kroonid pearaha põhimõttel inimestele laiali;
- kas kasutada fikseeritud või ujuvat vahetuskurssi;
- milline peaks olema krooni lähtekurs – kas see peaks põhinema välisvaluuta nõudluse ja pakkumise tegelikul vahekorral (st turukursil) või tuleks see välja arvutada ostujõu pariteedi põhjal;
- milline on krooni emissioonimehhanism, st milliseks kujuneb edasine rahapoliitika.

Muud küsimused, sealhulgas ankurvaluuta valik fikseeritud vahetuskursi kasuks otsustamise korral ja isegi rahareformi tegemise aeg, olid suures osas tehnilist laadi.

**Peamiste valikute hulgas osutus kõige lihtsamaks otsus hakata kroone vahetama, mitte lihtsalt laiali jagama. See tekitas siiski hiljem ilmselt kõige rohkem probleeme,** sest lahendada tuli küsimus, mida kokkukogutud rubladega peale hakata. Rublade käibelt kõrvaldamine oli vältimatu, sest ilma selleta oleks rahareform ringluses oleva raha hulka üksnes suurendanud ning andnud seega uue tõuke inflatsiooni jätkumisele. Samuti oleks see andnud kroonile sarnaselt Läti rublise või Leedu talonasega teataval määral vaheraha või paralleelraha staatuse.

Erinevalt Saksamaa 1948. aasta reformist, kus uus raha jagati sisuliselt laiali (ühe inimese kohta vahetati ümber üksnes tühised 60 vana marka), puudus Eesti 1992. aasta rahareformil konfiskeeriv tahk täielikult.

**Fikseeritud ja ujuva vahetuskursi vahel otsustades tuli valida esimene,** sest vastasel korral oleks olnud keeruline oodata inimestelt kindlustunnet oma raha suhtes. Pigem oleks sel juhul säilinud topeltringlus: kroon (kõrvuti rublaga, kuna vajadus seda käibelt kõrvaldada oleks olnud äärmiselt vaieldav) ja konverteeritavad välisvaluutad. Vahetuskursi fikseerimise lähtealuseks valiti turukurss. **Valitsuse varasem taotlus kehtestada vahetuskurss krooni ostujõu pariteedi alusel suri oma absurduse tõttu loomulikku surma** (*Raha- ja majandusreform Eesti Vabariigis 1992*). Põhimõtteliselt oleks sellega püütud fikseerida krooni vahetuskurss rahareformi toimumise hetke ülehinnatud tasemele, hiljem oleks vahetuskurss vabaks lastud. See aga oleks krooni vältimatult tõuganud devalveerimise-inflatsiooni keerisesse ning viinud Eesti majanduse uude kaosesse.

Samalaadse põhimõtte ehk rubla ja krooni esialgse vahetuskursi fikseerimise ostujõu pariteedi alusel pakkus välja Vladimir Nemtšinov (*Немчинов 1992*). Ostujõu pariteedil põhinevad mudelid tähendasid sisuliselt ujuva vahetuskursi kasuks otsustamist: krooni esialgne ülehinnatud vahetuskurss oleks kas inflatsioonitempo järsu kiirenemise tõttu kehtetuks muutunud (valitsuse mudel) või seda oleks tulnud kaitsta administratiivse sekkumise abil.

**Kõige keerulisemaks osutus emissioonisüsteemi valik: milline tehniline mehhanism tagaks vahetuskursi stabiilsuse?** Valida oli võimalik eri süsteemide vahel, mis põhinesid kas keskpanga sekkumisel (selle tee valis Läti, kes sidus

lati 1994. aastal Rahvusvahelise Valuutafondi arveldusühiku SDRiga) või siis automatismil ja autonoomial. Viimase all mõeldi valuutakomitee põhimõttele tugineva emissioonisüsteemi kasuks otsustamist; see süsteem oli Euroopas tol ajal üldiselt tundmatu. Valuutakomiteest polnud kas üldse midagi kuulnud või peeti seda rahvusvahelistes finantsringkondades enamjaolt minevikku jäänud rahasüsteemiks, või nagu ütles Alan Walters: „Valuutakomitee süsteem, mis oli kunagi kasutusel kõigis Aafrika, Aasia ja Kariibi mere piirkonna koloniaalmaades, on nüüdseks säilinud vaid sellistes väikeriikides nagu Singapur, Brunei ja Hongkong” (*The New Palgrave* 1987, 740). Claudia M. Buch leidis, et hoolimata oma positiivsetest omadustest oleks valuutakomitee pidanud jääma rahapoliitiliste süsteemide hulgas vaid eksootiliseks ja marginaalseks võimaluseks (*Buch* 1993, 449).

### 1.3.4. Miks valuutakomitee?

Ilmselt ei ole võimalik tuvastada, kust täpselt sai alguse idee võtta Eesti tulevase rahasüsteemi aluseks valuutakomitee süsteem. Valuutakomitee süsteemi kasutuselevõtu võimalikkuse üle selle klassikalises, st eksogeenses vormis arutlesid 1991. ja 1992. aasta vahetusel Steve H. Hanke, Lars Jonung ja Kurt Schuler (*Hanke, Jonung ja Schuler* 1992) ning Holger Schmieding (*Hansaregion Baltikum* 1992, 28). Esimesed pakkusid välja variandi, mille kohaselt Eesti raha oleks jäigalt seotud Rootsi krooniga ja emiteeriv asutus paikneks Rootsis. Viimane aga soovitas kehtestada Balti riikide ühisraha, mis võiks eelistatult olla jäigalt seotud eküüga ning mille halduriks oleks Banque de France. Kuna ei saanud olla kindel ei Rootsi ega ka Prantsusmaa vastutulelikkuses, jäeti valuutakomitee süsteemi ortodoksne variant liialt idealistlikuna kõrvale.

1992. aasta kevadel, kui Jeffrey Sachs, Ardo Hansson ja Boris Pleskovic tegid Argentina kogemuse põhjal ettepaneku võtta Eesti tulevase rahasüsteemi aluseks valuutakomitee süsteem, otsustati 100% välisreservidega kaetud raha kasuks (*Sachs, Hansson ja Pleskovic* 1992, vt ka *Knöbl, Sutt ja Zavoico* 2002, 11–13). Õigupoolest ei kasutatud nende ettepanekus mitte ühtegi korda sõna „valuutakomitee”; nende soovitustes võib näha pigem teatud tüüpi analoogiat nn taastatud kullastandardi põhimõttega, nagu sellest räägiti 1920. aastate stabiliseerimisprotsesside kontekstis. Nad soovitasid järgmist: „Vahetuskursi säilitamiseks peaks Eesti keskpank järgima raha täieliku tagamise põhimõtet. Eelkõige peab kogu keskpanga emiteeritud raha (nii ringluses olev raha kui ka pangareservid) olema tagatud samaväärses ulatuses välisvaluutareservidega (sealhulgas kullaga). Eesti keskpank saaks uut raha emiteerida üksnes ostes välisvaluutareserve, mis jõuavad Eestisse ekspordiuulejäägi või välislaenuga.

*Eesti keskpank ei väljastaks siselaene, eelkõige mitte valitsustele, kommerts-pankadele ega ettevõtetele.*<sup>13</sup> Valuutakomitee süsteem tuli Eesti rahasüsteemi formaalse emiteerimismehhanismina arutluse alla alles pärast rahareformi.

Aasta hiljem selgitas Eesti Panga toonane president Siim Kallas seda järgmiselt: „*Me kahtlesime sügavalt, kas eesti rahvas ja rahvusvaheline üldsus võtavad piisavalt tõsiselt ühte rahaks nimetatud paberit, mille autoriteedi tagatiseks on Eesti Vabariigi valitsuse ja Eesti Panga õnnistus ning ei midagi maailmas seni tuntut. Me tahtsime oma raha tagatiseks midagi tõsisemat, lihtsat ja arusaadavat. Sellest taotlusest tuleneb ka meie mõnes mõttes tagasipöördumine saja-protsendilise tagatise juurde. See otsus lõi Eesti kroonile usaldusvääruse [---]*” (Kallas 1993, 10).

**Küsimus, millist rahapakkumist (kas sularaha, M0 – baasraha ehk kõik Eesti Panga kroonikohustused või M2 – sularaha majanduses + kommertsbankade kroonikohustused) tuleks välisreservidega tagada, jäi esialgu lahtiseks.** Eesti Vabariigi seaduses Eesti krooni tagamise kohta, mis võeti vastu 20. mail 1992, on see sõnastatud üsna ebamääraselt: „*Eesti kroon (ringluses olev sularaha, raha jooksvatel ja tähtajalistel pangakontodel) lastakse käibele täielikult tagatuna Eesti Panga kulla- ja konverteeritava välisvaluuta reserviga*” (Eesti Vabariigi seadus Eesti krooni tagamise kohta 1992).<sup>14</sup>

**Viimaks otsustati tagada keskpanga kohustused (emiteeritud sularaha ja krediidasutuste Eesti Pangas olevad kontod) ning säilitada kommertsbankadele kohustusliku reservi nõue.** Viimast kasutas Eesti Pank näiteks 1997. ja 2006. aastal (mõnel korral ka koos kapitali adekvaatsuse nõude suurendamisega), et piirata kommertsbankade rahapakkumist. Teisisõnu, Eesti rahasüsteem ei vastandanud valuutakomiteed klassikalise keskpangaga ning tegemist ei olnud valikuga valuutakomitee ja keskpanga vahel. **Eesti rahasüsteem siiski ei välistanud sõltumatut rahapoliitikat täielikult.** Samuti kehtestati esialgu piirangud finantskonto tehingute konverteeritavusele; need tühistati alles 1994. aastal, kui Eesti Pank tunnustas krooni konverteeritavust Rahvusvahelise Valuutafondi põhikirja VIII artikli mõistes. Peamiselt just nendele asjaoludele viidates väitsid Steve H. Hanke, Lars Jonung ja Kurt Schuler 1993. aastal,

---

13 Anders Åslund on nimetanud Jeffrey Sachsi, Ardo Hanssonit ja Boris Pleskoviçi peamisteks välisekspertideks, kes aitasid Eesti rahareformi korraldada (Ослунд 1996, 151, 403).

14 Eesti rahareformi õiguslikud alused olid rahaseadus, välisvaluutaseadus ja seadus Eesti krooni tagamise kohta, mis võeti vastu 20. mail 1992 ning jõustusid rahareformi päeval, samuti rahareformikomitee dekreedid.

et Eesti valitud rahasüsteem ei olnud valuutakomitee süsteem (*Hanke, Jonung ja Schuler 1993a, 12*). Oma raamatus, milles nad soovitasid Venemaal kasutada valuutakomitee süsteemi, väljendasid nad seda arvamust üsna ühemõtteliselt: „Mõned keskpangad, mis imiteerivad teatavaid valuutakomiteede jooni, näiteks Argentina ja Eesti praegused rahasüsteemid, on ekslikult liigitatud valuutakomiteedeks” (*Hanke, Jonung ja Schuler 1993b, 72–73*). Hiljem, 1999. aasta novembris Amsterdamis, avaldas Steve H. Hanke vestluses käesoleva peatüki autoriga arvamust, et Eesti mudelis kasutati valuutakomitee põhimõtteid tänapäeva maailmas kõige edukamalt.

**Siiski peame nõustuma Ardo Hanssoni ja Jeffrey Sachsig, kes nimetasid Eesti rahasüsteemi kvaasi-valuutakomitee süsteemiks** (*Hansson ja Sachs 1994*). Sama on põhimõtteliselt väljendanud ka Siim Kallas (*Kallas 1998, 170*). Edaspidi ongi valuutakomitee süsteemi all mõeldud kvaasi-valuutakomitee tüüpi nähtust, kuid lihtsuse mõttes on „kvaasi” ära jäetud, kuna puhtakujulisi valuutakomiteesid XX sajandi lõpul niikuinii enam ei eksisteerinud.

Rahareformi hetkel polnud likviidsete reserveidega, st konverteeritava välisvaluuta ja kullaga tagatud sugugi mitte kõik Eesti Panga kohustused. Nimelt võttis Eesti Pank üle endise NSV Liidu riikliku hoiupanga kohustused Eesti inimeste ees, samal ajal kui panga varad olid endiselt Venemaal. Ülemnõukogu andis Eesti Pangale oma otsusega uue raha tagamise eesmärgil metsamaad kui tollal sisuliselt ainsat vajaduse korral suhteliselt kiiresti likviidseks pööratavat bilansivälisest vara. Neid metsalanke Eesti Pank kunagi ei kasutanud ja need tagastati hiljem valitsusele.

**Valuutakomitee kasuks otsuse langetamine oli selgelt poliitiline ja rahapoliitiline valik**, sest see aitas väljuda rublatsoonist ning välistas tulevikus valitsusele keskpangast laenu andmise. **Kommertspankadele laenu andmine oli rangelt piiratud ning see oli võimalik üksnes kohustustevaba välisvaluutareservi ulatuses.** Samuti tähistas rahareform hüperinflatsiooni lõppu: 1992. aasta teises pooles tõusid hinnad Eestis 92%, näiteks Lätis ja Leedus aga 124 ja 268% (vt tabelleid 1.5 ja 1.6). Võrdluseks olgu märgitud, et ajavahemikus september 1991 – märts 1992 ehk samuti poole aasta jooksul, kuhu jäi tollase hüperinflatsiooni tipp, suurenesid keskmised tarbijahinnad 6,6 korda

**Eesti rahapoliitilisi valikuid ei tahetud kaua aega ei kodumaal ega ka välismaal mõista.** Peamine vääritimõistmise ja vaidluste põhjus oli see, et valuutakomitee automatismipõhist emissioonisüsteemi samastati klassikalise fikseeritud vahetuskursiga.



Selle perioodi vaeleusaamadest tingitud segadust võib kirjeldada Stanley Fischeri sõnadega 18. juunil 1997 Tallinnas Eesti krooni viienda aastapäeva puhul peetud konverentsil: „1992. aastal avaldasid paljud, kes kuulsid Eesti kavatsusest minna üle valuutakomitee süsteemile, kahtlust selle sammu mõistlikkuse suhtes. Mina isiklikult eelistasin pikka aega inflatsiooni kontrollimeetodina vahetuskursi juhtimist. Kuid püsiva vahetuskursi hoidmisest ja võimalikust muutmisest on veel pikk tee fikseeritud vahetuskursiga valuutakomitee loomiseni, mis on saanud teie rahapoliitika põhimõtteks. 1992. aastal me teadsime, et see on teoreetiliselt võimalik, kuid selle jätkamise tagamine nõuab erakordselt ranget rahapoliitikat ja tugevat struktuurilist toetust. Tänu Eestis ja teistes riikides, nagu näiteks Argentinas saavutatud tulemustele, oleme nüüdseks jõudnud arusaamisele, et valuutakomitee süsteemi abil on võimalik saavutada rahvusvaluuta kiirem stabiliseerimine ning stabiilse rahanduskeskkonna püsimine. Enam pole probleemiks ka valuutakomitee süsteemi rangus ja selle edukuse tagamiseks vajalikud tingimused” (Fischer 1997, 17).

### **Kirjandus**

- Aide-Mémoire (1992). Bank of Estonia. Developing Skills and Capacity Ahead of the Currency Reform, 1992 (March 5). International Monetary Fund.
- Åslund, A. (1996). Ослунд, А. Россия: рождение рыночной экономики. Москва: Республика.
- Buch, C. M. (1993). Das erste Jahr der Krone – Estlands Erfahrungen mit der Währungsreform. – *Die Weltwirtschaft*, 4.
- Corbet, J., Gummich, A. (1990). Die Sowjetunion im Umbruch. Fakten zu den Sowjetrepubliken. Frankfurt a.M.: Deutsche Bank.
- EBRD (2012). European Bank of Reconstruction and Development. Databases. Macro economic indicators, structural change INDICATORS. (01.03.2012). <http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml#macro>
- Eesti NSV isemajandamise alused (1989). Eesti Nõukogude Sotsialistliku Vabariigi seadus. – *Eesti Nõukogude Sotsialistliku Vabariigi Ülemnõukogu ja Valitsuse Teataja*, 18.
- Eesti NSV isemajandamise kontseptsioon (1998). Eesti NSV TA Majanduse Instituut. Tallinn.
- Eesti NSV rahale ülemineku programm (1989). Eesti NSV TA Majanduse Instituut. Tallinn. Käsikiri.
- Eesti Nõukogude Sotsialistliku Vabariigi pangaseadus (1989). – *Eesti Nõukogude Sotsialistliku Vabariigi Ülemnõukogu ja Valitsuse Teataja*, 41.

- Eesti rahareform 1992. Nelja mehe ettepanekust oma rahani (1997). Tallinn.
- Eesti sotsiaalstatistikat (1994). Tallinn.
- Eesti Vabariigi seadus Eesti krooni tagamise kohta (1992). – *Riigi Teataja*, 21.
- Fischer, S. (1997). Mõõdukas inflatsioon ja sellega seonduvad probleemid. – *Viis aastat Eesti krooni: Tallinnas 18 juunil 1997 toimunud teaduskonverentsi materjalid*. Tallinn: Eesti Pank.
- Hagelberg, R. (2007). Rahaasjadest ja riigi rollist nende korraldamisel. Tallinn: Eesti Pank.
- Hanke, S. H., Jonung, L., Schuler, K. (1992). Monetary Reform for a Free Estonia. Stockholm: SNS Förlag.
- Hanke, S. H., Jonung, L., Schuler, K. (1993a). Estonia: It's not a Currency Board System. – *Transition*, 4, 1.
- Hanke, S. H., Jonung, L., Schuler, K. (1993b). Russian Currency and Finance: A Currency Board Approach to Reform. London, New York: Routledge.
- Hansaregion Baltikum (1992). Bericht der Internationalen Studiengruppe. Im Auftrag des Rates von Estland (Eesti Komitee). Käsikiri.
- Hansson, A. H., Sachs, J. D. (1994). Monetary Institutions and Credible Stabilization: a Comparison of Experiences in the Baltics. Conference on Central Banks in Eastern Europe and the Newly Independent States. April 22–23 1994. University of Chicago Law School.
- Kallas, S. (1993). Eesti krooni taaskehtestamise head ja vead. – *Kultuur ja Elu*, 6.
- Kallas, S. (1998). 1992. aasta rahareform ja selle mõju Eestile. – *Kaks algust. Eesti Vabariik – 1920. ja 1990. aastad*. Tallinn: Eesti Riigiarhiiv.
- Kallas, S., Made, T., Savisaar, E., Titma, M. (1987). Ettepanek: kogu Eesti NSV täielikule isemajandamisele. – *Edasi*, 26.09.
- Knöbl, A., Sutt, A., Zavoico, B. (2002). The Estonian Currency Board: Its Introduction and Role in the Early Success of Estonia's Transition to a Market Economy. IMF Working Paper, WP/02/96.
- Kukk, K. (1989). Huvitatusprobleem eksporttootmises. Tallinn: Eesti Teaduste Akadeemia Majanduse Instituut, 1989 (käsikiri).
- Kukk, K. (1997a). Viis aastat Balti riikide oma raha arengus: sarnasusi ja erisusi. – *Eesti Panga Bülletään*, 4.
- Kukk, K. (1997b). The Baltic States: Estonia, Latvia, and Lithuania. – Desai, P. (toim). *Going Global. Transition from Plan to Market in the World Economy*. Cambridge, London: MIT Press.
- Немчинов, В. (1992). *Переход на эстонскую крону с учетом фактора мировых цен*. Majandusministeerium, Eesti Majandusarengu Instituut. Tallinn, märts-aprill. Käsikiri.

- Народное хозяйство СССР в 1990 г. (1991). Статистический ежегодник. Москва.
- The New Palgrave (1987). A Dictionary of Economics Vol. 1. London, New York, Tokyo: Macmillan Press, Stockton Press, Maruzen Company.
- Oma rahale ülemineku kontseptsioonid (1990). Tallinn.
- Otsason, R. (1988). Raharingluse korraldamisest isemajandavas liiduvabariigis. – *Eesti NSV isemajandamise kontseptsioon. Lähtematerjalid*. Eesti NSV TA Majanduse Instituut. Tallinn. Käsikiri.
- Программа поэтапного перехода к конвертируемости советского рубля в иностранные валюты. (1990). Москва.
- Raha- ja majandusreform Eesti Vabariigis 1992 (1992). Eesti Vabariigi Majandusreformi Komitee. Lohusalu, aprill-mai. Käsikiri.
- Sachs, J., Hansson, A., Pleskovic, B. (1992). Strategy and Logistics of Monetary Reform. Memorandum to the Bank of Estonia.
- Содружество независимых государств в 1998 году (1999). Статистический сборник. Москва.
- 20 Years of the Commonwealth of Independent States 1991–2010 (2010). Commonwealth of Independent States. Statistical Abstracts. Moscow: Interstate Statistical Committee of the Commonwealth of Independent States.
- Van Arkadie, B., Karlsson, M. (1992). Economic Survey of the Baltic States. New York: New York University Press.
- Volt, V. (1989). Конвертируемый рубль. – *Regiooni majanduslik iseseisvus ja majandusmehhanismi mudelid. II*. Tallinn.
- Wirtschaft in Zahlen'92 (1992). Bonn-Duisdorf: Bundesministerium für Wirtschaft.

## 2. SIIRDELANGUSE LÕPP JA MAJANDUSREFORMID 1993-1994

*Ilmar Lepik*

### 2.1. LANGUSEST VÄLJUMINE

Rahareformile vahetult järgnenud aeg oli mitmes mõttes kriitiline, sest siis sai selgeks, kuidas reform oli õnnestunud. Eriti otsustav oli küsimus, mis saab edasi – kuidas taandub hüperinflatsioon, kas majandus pöördub kasvule ja millal see toimub. Selles mõttes olid olulised just aastad 1993–1994. Ajajärgu üksikasjalikum käsitlemine on keeruline, sest polnud veel usaldusväärset statistikat. Suurem osa olemasolevatest statistilistest andmetest, alustades SKPst, muutub võrreldavaks alles alates 1995. aastast. Enne seda on tegemist valdavalt oletuste ja hinnangutega, vaatamata näilisele andmeküllusele siiani säilinud materjalides. Seetõttu on käesolev alapeatükk küllaltki üldine, kirjeldades valitsenud trende ja tuginedes tollal või hiljem antud hinnangutele. Lisaks tuleb juttu peamistest rahareformi kõrval asetleidnud majandusreformidest: maksureformist ja väliskaubanduse liberaliseerimisest. Erastamine ei ole selle raamatu teema, välja arvatud see osa, mis puudutas finantssektorit ja väärtpapieribörsi sündi (vt 4. peatükki). Erastamisest Eestis põhjalikumalt vt nt (*Terk 1999*).

**Alustuseks toome hinnangu peamistele makronäitajatele. SKP vähenes nelja aasta jooksul kumulatiivselt 38–40% (vt joonist 2.1).** Siirdekriis oli laiapõhjaline ja kõikehõlmav, tähistades NSV Liidult päritud ebaefektiivse majanduse kokkuvarisemist. Peale selle oli Eestis palju niisugust tootmist, kus tooraine, väljund ja osalt ka tööjõud olid imporditud. See oli tingitud NSVLi-sisestest tööjaotusest, mis lakkas toimimast niipea, kui lõppesid senised kaubandus- ja koostöösuhted – siis juba Venemaa Föderatsiooniga. Samuti kadus, vähemalt senisel määral, idaturg Eesti toidukaupade turustamiseks.

**Periood 1993-1994 oli ühtlasi hüperinflatsiooni lõpu aeg: hinnatõus kiirenes 1990. aastal, kasvas 1991 kolmekohaliseks ja saavutas 1992 tipu – 1076% aastas.** Sel aastal saabus ka pakkumispoolne hinnašokk, mis tähendas paljude kaupade, sh kütuse ja toorme hindade kerkimist maailmaturu tasemeni. Samal aastal toimunud rahareform vähendas hinnatõusu järgmisel, 1993. aastal küll 89,8%ni, kuid edasine inflatsioonimäära alanemine oli küllaltki aeglane ja ühekohalise hinnakasvunäitajani jõuti alles sajandivahetusel.

**Inflatsioonimäär**a küllaltki aeglasel alanemisel oli mitu põhjust alates suhetele hindade algselt moonutatud struktuuri paikanihkumisest ja lõpetades rahapakkumise kiire kasvuga tänu väliskapitali sissevoolule pärast kapitali vaba liikumise piirangute kaotamist 1994. aasta kevadel. Ardo Hansson hindab tollast rahapakkumist nii: „*Osalt kajastab see tugeval rahal põhinevate majandussuhete taastamist, mis oli väga vajalik, kuid osalt oli see puhtalt inflatsiooniline*” (Hansson 1994a). Tervikuna peegeldas see kõik valuutakursi esialgselt allahinnatusest väljumist, mis toimus samal ajal kvaliteedi ning tootlikkuse ja palkade tõusuga.<sup>15</sup>

**Vahemärkusena tuleb öelda, et ostujõu pariteedile tuginevat ehk optimaalset vahetuskursi oli siirderiikides äärmiselt raske hinnata.** Endise rublatsooni uute väeringute esialgse allahinnatuse määraks on 1992. aasta alguse uurin-gute järgi pakutud 15–70% (Hansen ja Sorsa 1994). Millal täpselt Eesti tugevalt allahinnatud reaalse vahetuskursi seisundist väljus, on ka tagantjärele keeruline öelda. Tuginedes näiteks ka IMFi hinnanguid sisaldavatele kokkuvõtetele (Hinnosaar, Kaadu ja Uusküla 2005), on loogiline eeldada, et see toimus enne sajandivahetust.

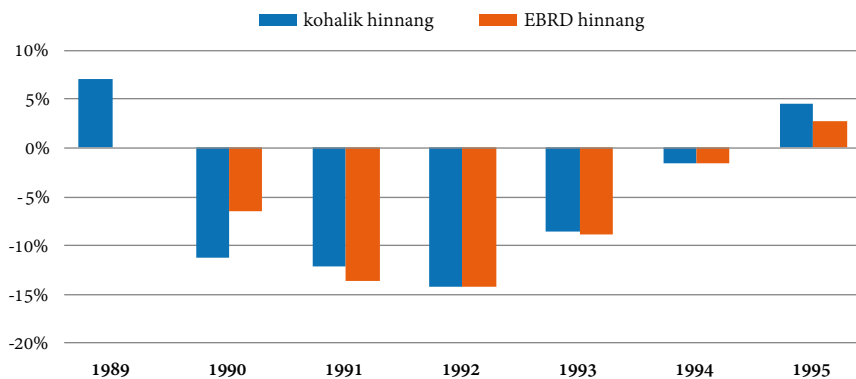
**Siinkohal sobib ka meelde tuletada, et allahinnatud vahetuskursil ei olnud üksmeelset toetust** akadeemilistes ringkondades ega ka mitmel pool mujal. Pärast rahareformi väljendus see üleskutsetes kroon revalveerida (Hansson 1994b), eriti esimesel rahareformijärgsel aastal 1993<sup>16</sup>. Tuleb tähele panna, et Eesti valuutakomitee juriidiline vorm välistas küll devalveerimise, kuid mitte revalveerimise, aga **revalveerida saanuks muidugi vaid nii palju, kui lubas kattevara.** Revalveerimise korral oleks edasine siirdeprotsess võinud olla teistsugune, aga milline täpselt, seda pole võimalik teada saada. Kindlasti oleks muutunud taastumise (st kasvu) trajektoor, kuid veelgi olulisem on see, milleks oleks kujunenud majanduse restruktureerimine, konkurentsivõime, tööhõive ja töötus, sest allahinnatud vahetuskursi kaitses vähemalt alguses kaudselt ka hõivet.

---

15 Eesti krooni kurss oli 1992. aastal kehtestatud turukursi alusel; üldjuhul on turukursi alarenenud finantsturgude korral allahinnatud.

16 Revalveerimise soovitajate hulgas oli ka esimese rahareformi komitee koosseisu kuulunud väliseestlasest majandusteadlane Rudolf Jalakas, kes lähtus ilmselt Rootsi ja/või Põhjamaade kogemusest.

Joonis 2.1. Majanduslangus siirdekriisis (%)



Tollane reformide pakett koos valuutakomitee süsteemiga tähendas ka kardinaalset muutust selle poole, mida tavaliselt iseloomustatakse terminiga „range eelarvepiirang”. See tähendab, et valitsusel puudus võimalus finantseerida konkurentsivõimetus ettevõtlust (nii keskpanga kui ka riigieelarve rahaga). Kui lisada sellele mõne aastaga peaaegu lõpetatud riiklik subsideerimine (v.a küte ja mõned elutähtsad teenused), siis lõi reformipakett head algingimused majanduse restruktureerimiseks. Esmasest siirdelangusest väljuti 1995. aastal, kuid see on juba ühe järgmise peatüki teema.

**Esmased hinnangud kaks aastat hiljem olid näiteks järgmised:** „1992. aasta juunis vääringuna kasutusele võetud kroon on endiselt konverteeritav Saksa marga suhtes fikseeritud vahetuskursiga. Eesti Panga välisvaluuta-reservid on enam kui kolmekordistunud – nende väärtus on 377 miljonit USA dollarit ehk need moodustavad umbes nelja ja poole kuu impordikatte. Ametlik tööpuuduse määr, mis ei kajasta mõningast varjatud töötust, on endiselt üksnes 2,1% töötajust. Loodud on ligikaudu 50 000 ettevõtet, millest umbes 6000-l on väliskapitali osalus. [---] Eesti reformide edukus vaatamata ränkadele negatiivsetele šokkidele tuleneb suuresti selge suunitlusega reformide paketist, mida võib kindlasti pidada radikaalseimaks Ida-Euroopas. 1992. ja 1993. aasta eelarve oli tasakaalus või kerges ülejäägis ning 1994. aasta kinnitatud eelarve on samuti täielikult tasakaalus. [---] Hiljuti lõpuleviidud maksureformi tulemusena kehtestati ettevõtetele ja üksikisikutele ühtne tulumaksumäär 26%” (Hansson 1994c).

## 2.2. MAKSUREFORM<sup>17</sup>

Tagasivaates on ka asjakohane küsida, kas ja kuivõrd mõjutas valuutakomitee toimimise loogika teisi majanduspoliitilisi valikuid, sh maksupoliitikat. Otsest vahetuskursirežiimide ja maksunduse vahel majanduskirjanduses üldiselt ei tuvastata. **Samas on loogiline eeldada, et valuutakomitee jaoks sobib kasvu soodustav ja turujõudude suhtes neutraalne maksusüsteem**, sest see soodustab majanduse kohanemist nii sise- kui ka välisšokkidega.

Esimesed taasiseseisvunud Eesti maksusüsteemi kujundavad otsused tehti 1990. aastal, seega tükk aega enne, kui langetati valik valuutakomitee kasuks. Seetõttu ei saanud valuutakomitee väljavaade olla siin otsene suunanäitaja. Esimeste maksuotsuste taga oli eeskätt vajadus tagada taasloodud riigi valitsusele hädavajalikud tulud ning rakendada Eesti riigirahandus lahti NSV Liidu sisese ümberjagamissüsteemist. Neist algusaastaist pärineb ka tasakaalus eelarve traditsioon. Et laenusamise võimalused olid pea olematud, siis teist teed esialgu polnudki<sup>18</sup>.

Endises NSV Liidus maksud juriidilistele isikutele majanduspoliitilises mõttes peaaegu puudusid. Ülekanded, mida ettevõtted tegid maksude nime all, teenisid enamasti lisandväärtuse ümberjagamise plaani täitmise ülesannet. Seetõttu jäi ära endise süsteemi lammutamise vaev, plaanimajandusele omaselt olid ettevõtted harjunud märkimisväärse osa oma kasumist riigieelarvesse loovutama, teadmata seejuures, milline see „õige osa” peaks olema.

**Eesti iseseisva maksupoliitika taastamisel 1991. aastal asendati ettevõtete kasumieraldised progressiivse tulumaksuga.** Progressiivne tulumaks kehtestati ka üksikisikutele ja ühine piirmäär oli 33%. Rahareformi eel tõsteti seda 50%ni, kuid aasta lõpus see tühistati. Kuna ettevõtete maksustatavat kasumit inflatsiooni suhtes ei indekseeritud, kujunes nende osatähtsus maksutuludes ligikaudu kaks korda suuremaks kui tollase Euroopa Majandusühenduse (ühisturu) riikides. Inflatsioonilise kasumi maksustamist peetakse üldiselt taunitavaks. Oludes, kus uus hinnasüsteem oli veel välja kujunemata ja majandus välisturgudele avanemata, ei pruukinud see hinnang nii ühene olla. Järg-

---

17 Andres Saarniit – Eesti maksupoliitikast läbi aegade (Eesti Panga sisememo) põhjal (Saarniit 2012).

18 Esimesed 1992. aastal võetud välislaenukulused elutähtsate importkaupade (kütuse, meditsiinitehnika, ravimite) soetamiseks. Järgmistel aastatel hakati laene kasutama peamiselt investeerimiseks.

nenud aastatel maksusüsteemi ülesehitamine jätkus, kehtestati uusi makse ja muudeti maksumäärasid, kusjuures osa meetmeid oli ajutise iseloomuga. **1992. aasta rahareform andis maksusüsteemi väljaarendamiseks uue tõuke, seades majanduse stabiliseerimise asemel peamiseks eesmärgiks pikaajalise kasvu tagamise.**

**Aastaks 1994 ette valmistatud ja kehtestatud seadustega kujunesid välja Eesti tänapäevase maksunduse põhijooned.** Meie maksusüsteem on lihtne, valdavalt proportsionaalsete ja madalate maksumääradega (tulumaks oli alguses nii juriidilistele kui ka füüsilistele isikutele 26%) ning turujõudude suhtes võimalikult neutraalne; rõhku pannakse tarbimise suhteliselt suurele maksustamisele. Tarbimismaksud andsid 1994. aastal kolmandiku üldvalitsuse tuludest, mis oli rohkem kui Euroopa Liidu liikmesriikides keskmiselt (27%). Käibemaksu esialgne standardmäär 18% oli küll pigem alla keskmise, kuid erinevalt Euroopa Liidu liikmesriikidest ei näinud Eesti süsteem ette alandatud maksumäärade (ega muude maksusoodustuste) ulatuslikku kasutamist. Sotsiaalkulutuste katteks kogutava sotsiaalmaksu osatähtsus maksutuludes oli ümmarguselt 33% ja tulumaksude oma ligikaudu 30%. Nende maksuliikide panus jäi Euroopa Liidu liikmesriikide asjaomasele näitajale mõnevõrra alla.

**Ülesehituse poolest kujunes Eesti uus maksusüsteem väga sarnaseks nn vanas Euroopas kehtivaga.** Seetõttu ei nõudnud ka Euroopa Liitu astumine kümme aastat hiljem maksusüsteemi olulist reformimist. Peamised muudatused seisnesid käibemaksu erisuste vähendamises ja aktsiisimaksude tõstmises nõutava miinimumtasemeni. Veel lisandus ettevõtte tulumaksu erivorm, mis vabastas tulumaksust realiseerimata kasumi, st maksustas vaid dividende (nn edasi-lükatud tulumaks). Selline lahendus muutus kiiresti pideva arutelu teemaks.

Teine igihaljas diskussiooniteema on **üldine maksukoormus** ehk mure maksude võimaliku kasvu pärssiva mõju pärast. Nii iseseisva maksupoliitika taastamise alguspäevil kui ka hiljem oli levinud maksukoormuse ja üldise tulutase seostamise kontseptsioon, millega hoiatati arenevaid riike liigkõrgete maksude kehtestamise eest (nt Maailmapank)<sup>19</sup>. Eesti tollase sissetulekutase järgi viidati soovitatavale maksukoormusele 30–35% SKPst. Üldine maksukoormus saavutas oma lae, 37–38% SKPst, aastail 1993–1994<sup>20</sup>. Euroopa Liidu keskmisest oli see küll madalam, kuid tollaegsete teadmiste juures oli

---

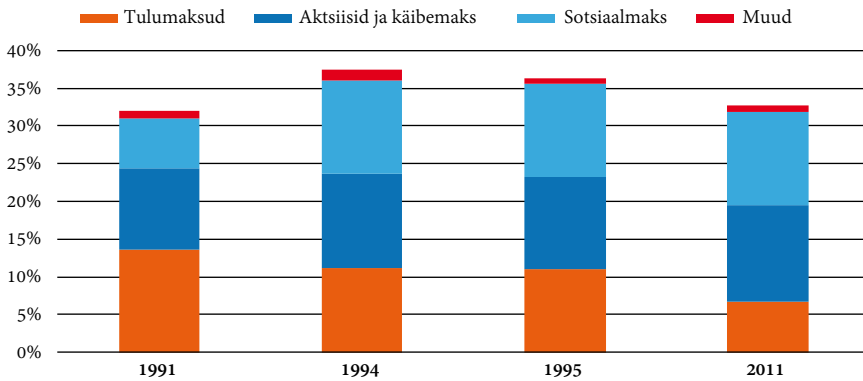
19 Estonia. The Transition to a Market Economy. The World Bank. Washington, D.C. 1993.

20 Tolleaegsetes üllitistes leidub ka 40–41%ni küündivaid maksukoormuse hinnanguid (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/1998/cr9812.pdf>).



siiski alust karta ülemäärast maksustamist. Sellest saati võib täheldada üldise maksukoormuse langustrendi (vt joonis 2.2). See on seletatav nii maksupoliitiliste otsuste kui ka muutustega SKP struktuuris umbkaudse vahekorraga 1/3 : 2/3. Maksupoliitiliste otsuste poolel on üldiseks suunaks olnud tulumaksude alandamine ja tarbimismaksude tõstmine. Möödunud kümnendi alguses sõnastati see ka otsese eesmärgina.<sup>21</sup> Ülemaailmse finantskriisi mõjud sundisid seda plaani korrigeerima ja tööjõumaksude vähendamine lükkus edasi. Samas tähistas 2010. aasta keskel toimunud käibemaksu standardmäära tõstmine 18%lt 20%le tarbimismaksude osakaalu suurendamise uue etapi algust, hõlmates ka mitme aktsiisimaksu järkjärgulist tõstmist.

Joonis 2.2. Maksulaekumised ja nende struktuur (% SKPst)



Allikad: Saavalainen 1995, ESA, Eurostat

21 Vt riigi eelarvestrateegiat 2004–2007. Eesti Vabariik, 26. mai 2003.

### 2.3. VÄLISKAUBANDUSREFORM<sup>22</sup>

Veel üks tagasivaade: „Väga oluline on märkida, et majanduse elavnemise selged märgid on ilmnunud Eestis palju varem, kui oodati teiste endiste tsentraalse plaanimajanduse riikide kogemusest lähtudes [---] Eesti reformide edukust tuleb hinnata küllaltki ebasoodsate algtingimuste taustal. Ida-Euroopa väikseima riigina tabas Eestit eriti valusalt endiste kaubandussidemete katkemine (kuni 1991. aastani oli Eesti väliskaubanduspartneriteks 95% ulatuses endine Nõukogude Liit). Et Eestil endal on vähe loodusvarasid ja ta sõltub suurel määral energiaimpordist, oli toormehindade tõus maailmaturu hindade tasemele riigile raskeks katsumuseks. Sellisest kaubandustingimuste muutusest tuleneva šoki hinnanguline mõju on erinevates allikates võrdsustatud SKP 16–20% vähenemisega ja seda ainuüksi 1992. aastal” (Hansson 1994c).

Valdkond, kus toimus ilmselt kõige kiirem üleminek turumajandusele, oli väliskaubandus. Väga liberaalse väliskaubanduspoliitika valiku taga oli eri kaalutlusi, mida kirjeldatakse allpool. Üks keskseid küsimusi oli tollipoliitika.

Ideoloogiliselt poolelt tuleb märkida, et „[---] mõned „majanduse kaitsmiseks” tollimaksude kehtestamist pooldavad väited on vastuolus suhtelise eelise loogikaga ning põhinevad seega valel eeldustel. Pikas perspektiivis ei ole võimalik majandust tervikuna kaitsta, ilma et see muutuks üldiselt konkurentsivõimetuks. Lühiajalist, ajutist kaitset võib majandusele pakkuda vahetuskursi allahindamine (eeldatavasti pööratakse see meede hiljem tagasi, lastes vahetuskursil takistamatult kallineda). Kui võtta arvesse tollimaksude hilisema kõrvaldamise keerukust pärast seda, kui need on juba kord kehtestatud, tundub siiski, et parem oleks „kaitse vahetuskursi abil”, selle esialgse allahindamise kaudu, mis kaob aja möödudes vähehaaval loomulikult, kui kaudselt, kõrgemate tollimaksude kaudu” (Hansson 1994c). Nii see Eestis laias laastus ka läks.

Tollibarjääre on siirderiikides soovitatud ka riigieelarve kaitseks surve eest – tollimaksude arvelt saab suurendada eelarvetulusid. Sellel meetmel on aga omad piirid, sest siirderiikide maksusüsteemid on alguses nõrgad ja lisaks võib see tekitada eelarvetulude liigse sõltuvuse tollimaksudest. Eesti puhul oli oluline, et kaubanduspiirangud oleksid takistanud arendamast allhankesidemeid lähinaabrite Soome ja Rootsiga. Pealegi polnud riigi haldussuutlikkus

---

22 Ilmar Lepiku kompilatsioon kirjanduse põhjal

sotsialistlikust käsumajandusest tulles tõhusaks sekkumiseks lihtsalt piisav. Tööstuspoliitika on küllaltki keeruline ka arenenud maades (*ibid.*).

**Väliskaubanduse reformi (*resp.* liberaliseerimise) puhul võib Eestis rääkida spontaansetest ja seejuures plahvatuslikest muutustest, mitte järkjärgulisest reformist, vaid lihtsalt vajaduspõhisest tegutsemisest.** See on ka ilmselt üks põhjus, miks selles valdkonnas toimunu on erinevalt monetaarsetest reformidest ja erastamisest muus maailmas *Eesti erijuhtumina* vähem tähelepanu pälvinud (*Ennuste, Kukk, Püss, Viies 2004*).

Eesti taasiseseisvumine 1991. aasta 20. augustil tähendas automaatselt lõppu igasugusele riiklikule välismajandustegevuse monopolile. Pealegi puudusid Eestis huvirühmad, kes oleksid soovinud selle säilimist ühes või teises vormis. Neil aegadel kujunes ühisveendumus, et Eesti majandusedu saab toetuda üksnes avatusele, s.o maksimaalselt liberaalse kaubandusrežiimi kehtestamisele. Ei asutud rakendama ei imporditolle (üksikud erandid puudutasid autosid, veesõidukeid ja karusnahatooteid) ega mittetariifseid piiranguid. Samuti heideti kõrvale impordi asendava tootmise arendamise idee. Sellist lähenemist lihtsustas oluliselt süvenev siirdekriis, sest üleüldise defitsiidi ja väikese ostujõu juures peeti mõeldamatuks kasutada mingeidki impordi piiravaid abinõusid (*ibid.*).

**Väliskaubanduse liberaliseerimisel oli oluline ka rahvusvaheliste lepingute küsimus.** „*Eesti välismajanduspoliitika on olnud suunatud välisturgudele juurdepääsu avamisele ja Eesti majandusse tehtavate välisinvesteeringute soodustamisele. Eelkõige hõlmas see aktiivset tegevust vabakaubanduslepingute sõlmimiseks, investeeringute kaitseks ja topeltmaksustamise vältimiseks. Aastatel 1992–1994 sõlmiti vabakaubanduslepingud Soome, Rootsi, Norra ja Šveitsiga. Balti riikide vahelised kolmepoolsed vabakaubanduslepingud jõustusid 1. aprillil 1994 (põllumajandustoodete suhtes 1. jaanuaril 1997)*”. Vabakaubandusleping Euroopa Liiduga jõustus 1. jaanuaril 1995 (*Ennuste, Kukk, Püss, Viies 2004*). Maailma Kaubandusorganisatsiooniga ühines Eesti 1999. aastal.

**Erisuhted Venemaaga.** „Ettevalmistusi vabakaubanduslepingu sõlmimiseks Eesti ja Venemaa vahel alustati 7. septembril 1992, kuid need ei olnud kuigi edukad, sest 1. juulil 1994 lõpetas Venemaa seni Eesti suhtes *de facto* rakendatud enamsoodustusrežiimi, mis tõi kaasa Eesti toodete topeltmaksustamise. 1990ndate alguses loodeti, et vabakaubandusleping Venemaaga võiks „pehmendada” Eesti maandumist turumajandusse, tagades seni NSV Liidu siseturule orienteerunud ettevõtetele vähemalt mingigi turu. Idakaubandus Venemaaga ei vastanud esialgsetele ootustele; see aga kiirendas struktuurseid

muudatusi ja ümberorienteerumist Läände, peamiselt Euroopa Liidu turgudele. Kokkuvõttes võttis Eesti tol ajal kasutusele sisuliselt ühepoolse vabakaubandusrežiimi, mida on hinnatud küllaltki ainulaadseks” (*ibid.*).

**Selle kõige tagajärjel kasvas väliskaubanduse käive paari aastaga neli kuni kuus korda** (siin vaadeldakse ekspordi ja impordi eraldi; ekspordikäibe kasv oli impordikäibe kasvust märgatavalt väikesem ning jooksevkonto puudujääk suurenes järsult). Eesti majandus muutus üheks Euroopa avatumaks. Välis-majandussidemete reformi kontekstis tuleks vaadelda ka rahareformi, millega tagati kohe krooni konverteeritavus jooksvateks tehinguteks ja alates 1994. aasta märtsist ka maksebilansi finantskonto tehinguteks. Viimane omakorda soosis välismaiste otseinvesteeringute voolu Eesti majandusse. See kõik toetas majanduse taastumist, kuid nüüd juba uutal alustel.

**Lõpetame tagasivaate reformide pakatile Ardo Hanssoni sõnadega:** „[---] vahetuskursi esialgne allahinnatus (majanduse kaitsmiseks vahetuskursi abil) koos konverteeritavuse ja range finantspoliitikaga (et luua nn nõudlusbarjäär) tundub olevat usaldusväärne poliitikameetmete pakett. Muidugi on alati võimalik, et teistsugused meetmed oleksid toonud veelgi paremaid tulemusi, kuid korralikku ülevaadet sellest, milline oleks olnud ühe või teise alternatiivse meetmetepaketi tulemus, on ülemineku praeguses etapis lihtsalt raske konstrueerida” (Hansson 1994c).

### **Kirjandus**

Ennuste, Ü., Kukk, K., Püss, T., Viies, M. (2004). A Political Economics Narrative Analysis of Estonian 1987-2006 Dual Capitalist Market Reform Process. Global Development Network.

Estonia. The Transition to a Market Economy (1993). The World Bank. Washington, D.C. 1993.

Feldmann, M., Razeen, S. (2001). From the Soviet Union to the European Union: the Political Economy of Estonian Trade Policy Reforms, 1991-2000. – *BOFIT Online*, 1. Helsinki: Bank of Finland.

Hansen, J., Sorsa, P. (1994). Estonia: A Shining Star from the Baltics. – Michalopoulos, C. (toim) *Trade in the New Independent States. Studies of Economies in Transformation*, 13. Washington: World Bank.

Hansson, A. (1994a). The Baltic States: Poised to Growth. Stockholm Institute of East European Studies.

Hansson, A. (1994b). Comment on Chapter 5: The Political-Economy of Macroeconomic and Foreign Trade Policy in Estonia. – Michalopoulos, C. (toim) *Trade in the New Independent States. Studies of Economies in Transformation*, 13. Washington: World Bank.

Hansson, A. (1994c). International Trade and Economic Transformation in Estonia. European Forum Conference on „The Role of International Trade in the Transformation Process“. Prague.

Hinnosaar, M., Kaadu, H., Uusküla, L. (2005). Estimating the Equilibrium Exchange Rate of the Estonian Kroon. Working Papers of Eesti Pank, 2.

Riigi eelarvestrateegiat 2004–2007 (2003). Eesti Vabariik, 26.05.2003

Saarniit, A. (2012). Eesti maksupoliitikast läbi aegade. Eesti Panga sisememo.

Terk, E. (1999). Erastamine Eestis: ideoloogia, läbiviimine, tulemused. Tallinn: Eesti Tuleviku-uuringute Instituut.

## 3. VALUUTAKOMITEE INSTITUTIONAALNE ÜLESEHITUS

*Ilmar Lepik*

### 3.1. VALUUTAKOMITEE VALIK RAHAPOLIITIKA VAATENURGAST

#### 3.1.1. Üldised kaalutlused

Siin käsitleme valuutakomitee algusaastatel toimunud kitsamalt rahapoliitika terminites ja institutsionaalses vormis, olenemata sellest, kas sellises sõnastuses tollal mõeldi või mitte (nii mitmedki terminid ilmusid kasutusele alles hiljem). Tollane majanduspoliitiline diskussioon pidi neid teemasid ühel või teisel moel ometi puudutama. Käesolev peatükk algab olukorrast, kus põhimõtteline valik nominaalsel ankrul ehk fikseeritud vahetuskursil põhineva stabiliseerimispoliitika (*exchange rate based stabilization*) ning ujuva vahetuskursi ja rahapakkumise juhtimise (*money-based stabilization*) vahel oli juba tehtud.

Järgmine põhimõtteline valik pidi tõstatama ühe fikseeritud vahetuskursi **põhiküsimuse**: mil määral eelistada vahetuskursi stabiilsust ja kas teha seda iseseisvast rahapoliitikast loobumise hinnaga? See eeldab ka vastuseid küsimustele, kuidas suhtuda rahapoliitika usaldusväärse tagamise, integratsiooni partnerriikidega ning nominaalsetesse ja reaalsesse šokkidesse. Eesti jaoks, kel polnud viimase poole sajandi jooksul iseseisvuse kogemustki, olid vastused kahele esimesele küsimusele ilmsed, sest usaldusväärse tagamine oli alguses kõige olulisem ja majanduslik autarkia oli väikeriigi jaoks välistatud. Šokke (Aasia-Vene kriisi 1997–1998 ja globaalkriisi 2008–2009) käsitletakse järgmistes peatükkides. Vahetuskursi poliitika kitsam valik – kas tavaline või äärmuslik fikseeritud kurss – pidi olema järgmine otsustamist vajav küsimus.

Tol ajal muutuste keskmes olnud inimeste ütluste järgi tuli termin „valuutakomitee” laiemalt käibele alles sügisel 1992. See on osalt ka mõistetav, sest tollases majanduslikus kaoses ei olnud kitsam rahapoliitiline valik ainus küsimus; kaalul oli palju rohkem, näiteks see, kuidas lõpetada sularaha defitsiit, mida hakata peale dollariseerumisega, kuidas peatada hüperinflatsioon ja kuidas pikemas plaanis peatada majanduse vabalangus. Lisaks tähendas NSV Liidu pärand ka seda, et puudus üldse arvestatav rahvusvahelise rahanduse

ja keskpanganduse kogemus. Tulles NSV Liidu lõpuga kaasnenud majanduslikust ja rahalisest kaosest, oli usaldusvääruse küsimus väga oluline ning laialdaselt toetatud eesmärk oli tugeva raha maaletoomine. Selle all mõeldi ka raha stabiilsust tulevikus, mitte ainult üleminekuhetke vahetuskurssi.

**Laiemas plaanis polnud 1990ndate alguses fikseeritud vahetuskurss Euroopas eriti moes ja valuutakomitee oli päris tundmatu.** Nagu mitmes kirjutises on viidatud, kehtis valuutakomitee süsteem tol ajal rahvusvahelises mõttes peamiselt „väga väikestel territooriumidel”. Sellele on osutatud muu hulgas Williamsoni ülevaates (*Williamson 1995*), mis on siiani üks paremaid valuutakomitee ökonomika ülevaateid. Selles kontekstis on ka Eesti väga väike territoorium, ehkki mitte vahest pindalalt.

Kuigi toona seda kohe võib-olla väga selgesti ei teadvustatud, oli eeskujusid sisuliselt vaid kaks: Argentina ja Hongkong. Kummagi ei olnud klassikalist valuutakomitee süsteemi Briti impeeriumi stiilis, mis tähendab, et peakontor ja komitee asuvad emamaal ning rahasüsteemi usaldusväärsus tagatakse emamaa keskpanga kaudu. Klassikaline valuutakomitee asukohamaal seisneb vaid sularaha 100% vahetatavuse tagamises, keskpangale omane tegevus aga puudub.

Tollane silmapaistvaim ettepanek klassikalise valuutakomitee poole liikuda pärines Hanke, Jonungi ja Schuleri teosest „Monetary Reform for a Free Estonia – A Currency Board System” (*Hanke, Jonungi ja Schuler 1992*), kus järgiti seniseid kaanoneid. See sisaldas aga tol ajal laiemale ühiskonnale vastuvõetamatuid elemente, nagu teisele riigile vetoõiguse andmine taasiseseisvunud riigi rahapoliitika üle ja Eesti krooni toomine ringlusse paralleelvaluutana (*Hansson 1993*). Ka polnud välisvaluutareservidega seoses välisabi vaja, sest Bank of Englandi, Rahvusvahelise Arvelduste Panga (BIS) jt vahendusel õnnestus kätte saada enamik II maailmasõja eelsetest Eesti Vabariigi kullavarudest.

**Seetõttu ei tulnud kõne alla päris klassikaline valuutakomitee, vaid pigem kvaasi-valuutakomitee lahendus** (*currency board-like system*). See, mis lõpuks sisse seati, paiknes tagantjärele hinnates kusagil klassikalise valuutakomitee ja Argentina süsteemi vahel. Huvitava võrdluse annab Camilleri Gilson (2004), kes kõrvutab tollaseid valuutakomitee riike skaalal 0...1 (suurem number tähendab klassikalisemat). Selles liigituses on Bosnia ja Hertsegoviina ning Eesti kõige ortodokssemad ning Leedu ja Hongkong kõige liberaalsemad.

### Taustinfo 3.1. Olulisemad valuutakomitee riigid maailma lähiajaloo

**Argentina** (ajaloos mitu korda, viimati 1991–2002) puhul oli tegu valuutakomiteena käituva keskpangaga, kes järgis vabatahtlikult valuutakomitee piiranguid. Samas erines Argentina mitmeti standardist, näiteks ei olnud Argentina peeso 100% välisvaluutaga tagatud – kolmandiku ulatuses aktsepteeriti kattevarana USA dollarites noteeritud Argentiina riigivõlakirju, lisaks tasandas Argentina keskpank Mehhiko kriisi ajal teatud ulatuses intresside turukõikumisi (Bennett 1994). Samuti oli Argentinat bimonetaarne süsteem, kus kehtis ka USA dollar. Argentina majandus on küllaltki suur ja suhteliselt suletud.

**Hongkong** (1983–siiani) on valuuta tagatuse poolest klassikaline, kõiges muus aga valuutakomiteedest kõige liberaalsem. Baasraha<sup>23</sup> on tagatud 100% välisvaluutaga; Hong Kong Monetary Authority (HKMA)<sup>24</sup> ei emiteeri sularaha, seda teevad erilitsentsiga rahvusvahelised pangad (HKMAs hoitavate USA dollarites nomineeritud *Exchange Fundi* deposiitide vastu). Hongkong ei ole fikseeritud vahetuskursi kaitse vajadust valuutakomitee stiilis eriti rõhutanud, välja arvatud 1997.–1998. aasta Aasia kriisi ajal. Lisaks tegeles HKMA 1998. aastal Aasia kriisi käigus avaturuoperatsioonidega, sh aktsiabörsi stabiliseerimisega (sisuliselt aktsiate kokkuostmise ja hilisema tagasimüümisega). Hongkongi dollar on kaheksas kaubeldav valuuta maailmas ja sellel on suur turg; kasutusel on palju rahapoliitika instrumente.

23 Siin on mõeldud baasraha kitsamat määratlust, mis hõlmab vaid sularaha (*high-powered money*), mitte tavapärasest M0, mis tüüpiliselt hõlmab ka äripankade reserve keskpangas.

24 Hongkongi keskpank.

### 3.1.2. Valuutakomitee institutsiooni laiem mõju

Selles alapeatükis tuleb juttu valuutakomitee kui institutsiooni mõjust põhilistele majandusreformidele. Tagantjärele hinnates oli mõju vähemalt algusaastatel olemas ja mõned tollal välja kujunenud Eestile omased finantsmajanduslikud jooned püsisid euroalaga ühinemiseni. Samal ajal ei tulenenud paljud majanduspoliitilised otsused kuidagi valuutakomiteest. Siiski oli valuutako-



mitte institutsiooni mõju teatud määral oluline ka pikemas plaanis, kuid sellest tuleb põhjalikumalt juttu järgmistes peatükkides.

**Rahareform ja rahapoliitika.** Rahareformi põhimõtted pandi paika 20. mail 1992 ülemnõukogus vastu võetud kolme Eesti raha puudutava seadusega: Eesti Vabariigi rahaseadusega, seadusega Eesti krooni tagamise kohta ja Eesti Vabariigi valuutaseadusega (*Eesti rahareform 1992*).

**Rahaseaduse** põhieesmärk oli tagada Eesti krooni kehtivus Eesti territooriumil ja eriti krooni kui ainsa seadusliku maksevahendi kehtestamine rublatsoonist väljumiseks ajal, mil valitses majanduslik kaos. **Krooni tagamise seadus** fikseeris valuutakomitee põhimõtte (§ 4), krooni devalveerimise võimatuse ilma riigikogu otsuseta (§ 2) ja tehnilise kõikumisvahemiku piirmääraga 3%. See viimane klausel tulenes tol ajal Euroopas kehtinud vahetuskursirežiimi ERM1 loogikast (kõikumisvahemik 2,25%), kuid seda ei kasutatud kunagi. Kolmas, **välisvaluutaseadus** kehtestas välisvaluuta eeskirjad. Kaks esimest seadust kehtisid kuni euroalaga ühinemiseni (2011), välisvaluutaseadus tühistati 1994. aastal, kui Eesti kroon oli end juba piisavalt tõestanud.

Et tegu oli seaduste paketiga, siis oli välisvaluutaseaduse tühistamisel oma tagajärg. Nimelt polnud teistes seadustes detailselt juttu välisvaluuta kasutamise eest Eesti territooriumil ja tühistamine tekitas õiguslikus mõttes halli tsooni, mis võimaldas anda välisvaluutas laenu. Rahaseaduses oli sätestatud küll Eesti kroon kui ainus maksevahend Eesti territooriumil (§ 3), kuid sellega asi ka piirdus. Välisvaluutaseaduse tühistamine soodustas välisvaluutas antavate laenude laialdast levikut, kusjuures raamatupidamislikult olid rahavood Eesti kroonidesse arvestatud, st maksed liikusid seaduse järgi kroonides.

Nii kujunes olukord, kus maksevahendiks oli pea eranditult Eesti kroon (v.a ehk turistide sadamakaubanduses), kuid laenuid nii eraisikutele kui ka ettevõtetele anti valdavalt Saksa markades (hiljem eurodes). Selle taga oli peamiselt riskimaandamine pankade poolt, kes kandsid valuutariski üle klientidele, mitte niivõrd inflatsioon, mis on tüüpilisemaid dollariseerumise põhjusi. Tekkis nn osalise euroiseerumise (*liabilities euroization*) seisund, mis põlistas veelgi krooni fikseeritud kurssi. Kui varad on omavääringus ja kohustused välisvääringus, muutub devalveerimine väga raskeks. Sellise olukorra lõpetas alles euroalaga ühinemine.

Rahareformi õiguslikke aluseid käsitleva sissejuhatava osa lõpetuseks tuleb lisada, et valuutakomiteede puhul loetakse sageli oluliseks ka seda, mil vii-

sil kajastuvad nende tegevuse alused seadustes. Siin on hulk võimalusi, alates spetsiaalsest valuutakomitee seadusest kuni suhteliselt hägusemate lahendusteni. Eestis tugines valuutakomitee krooni tagamise seadusele, terminit „valuutakomitee” otse kasutamata. Valuutakomiteed toetav ülejäänud õigusraamistik oli sätestatud keskpanga seaduses, mis määratles keskpanga iseseisvuse ja aruandluskorra.

**Rahareformi laiem mõju finantspoliitikale.** Valuutakomitee süsteemi puhul on (üldjuhul) välistatud, et keskpank annab valitsusele laenu. **Seetõttu oli eelarvedistsipliin vajalik kohe algusest peale.** Valdavalt – vaid kahe erandiga, milleks olid Aasia-Vene kriisi järelmõjud 1999. aastal ja globaalne finantskriis 2009. aastal – oligi Eesti riigieelarve tasakaalus ja enamasti ka ülejäägis. Raha-süsteemil oli siin tasakaalu toetav mõju.

NSV Liidu lagunemise järel ei saanud Baltimaad Moskvast tagasi oma finantsvarasid ega osalenud ka NSV Liidu välisvõla ümberjagamisel (*a perfect divorce*). Lisades sellele ka tasakaalus riigieelarve, kujunes Eestis olukord, kus algselt nullilähedane riigivõlg jäigi väikeseks, kuna puudus vajadus eelarvepuudujääki finantseerida ja seega ka peamine mehhanism riigivõla automaatselt suurendamiseks. Seetõttu kasvas riigivõlg alguses vaid rahvusvahelistelt organisatsioonidelt, nagu Maailmapangalt, Euroopa Rekonstruktsiooni- ja Arengupangalt (EBRD) jt, saadud restruktureerimislaenude arvel.

Väikese riigivõla loogikaga sobis hästi ka Ida-Saksamaa Treuhandi tüüpi erastamismudel, kuigi selle valiku taga olid muud põhjused. Kokkuvõttes kujunes majandusreformide finantseerimisel välja suund reaalse raha eest erastamisele<sup>25</sup> ja välisinvesteeringutele ning seetõttu ka väikesele riigivõlale, teisalt aga negatiivsele netoinvesteeringu positsioonile. See on siiani üks Eesti majanduse eripärasid.

**Teistes Baltimaades** tehti esialgu valik ujuva vahetuskursi ja rahapõhise stabiliseerimise kasuks, kuid see oli ajutine; Läti läks järgalt fikseeritud vahetuskursile üle 1993. aasta lõpus ja Leedu valuutakomiteele 1994. Kuna neil kestis ujuva vahetuskursi periood vaid kaks-kolm aastat, siis ei saa selgelt väita, et stabiliseerimisviisi valik oli otsustava tähtsusega. Teisalt võis viivitamatu üleminek valuutakomiteel põhinevale stabiliseerimisele anda Eestile teatud edu-maa (*Saavalainen 1995*).

---

25 Kesk-Ida Euroopas ja endises NSVLis levinud vautšerprivatiseerimine toimus Eestis vaid eraisikute kinnisvara ja mõnede ettevõtete vähemusaktsiate erastamisel. Selles mõttes oli Eesti erandlik kogu regioonis.

**Mõne analüütiku hinnangul tulenes valuutakomitee institutsioonist teatud mõju majanduspoliitikale (*Hansson ja Sachs 1994, Berengaut jt 1998*). Niisuguse arvamuse kriitikud väidavad aga, et õige majanduspoliitika korral pole valuutakomitee süsteemil suurt tähtsust ning selle puudumisel ainult valuutakomitee institutsioonist ja jäigast kursipoliitikast ei piisa (nt *Roubini 1998*). Väidetavalt pole põhjusliku seose suund selge ja need riigid, kelle reformid osutusid edukateks, oleksid edu saavutanud igasuguse rahapoliitilise süsteemiga.**

**Osaline vastuargument Nouriel Roubinile** on see, et enamik valuutakomiteedest on sündinud kaose tagajärjel: riigisisestest kriisist Argentinas (1991) ja Bulgaarias (1997), Jugoslaavia lagunemisel tekkinud konfliktijärgsest kaosest Bosnias ja Hertsegoviinas (1997) või majanduslikust kaosest ning väljumisest ühisest valuuta- (s.o rubla-) piirkonnast Eestis (1992) ja Leedus (1994). Üldjuhul olid need arenevad turud, kus ei saanud eeldada tulemuslikult töötavaid institutsioone.

## 3.2. VALUUTAKOMITEE INSTITUTSIOONI KAJASTUMINE KESKPANGA ÜLESEHITUSES

Selles alajaotises otsime vastust küsimustele, milliseid keskpanga kohustusi tagati välisvaluutaga, millised olid välisvaluuta käitlemist puudutavad õigusaktid ning millised olid rahapoliitika instrumendid ja viimase instantsi laenamise võimalus (ehk tugi finantssüsteemile).

### 3.2.1. Välisvaluutaga tagatud kohustused

**Välisvaluutaga tagatud** kohustuste loetelu oli Eesti valuutakomitee puhul suuresti muutumatu kogu selle eluajal. See ei olnud päris klassikalise valuutakomitee versioon, st tagatud ei olnud baasraha ainult sularaha mõttes, vaid baasraha laiemas tõlgenduses, mis hõlmas peale sularaha ka pankade kohustuslikke reserve Eesti Pangas (M0). Sellele lisandusid veel Eesti Panga kohustused mitteresidentide vastu, mis olid olulised vaid algusaegadel, kui pank tegeles teatud ulatuses välislaenude vahendamisega pankade kaudu majandusse (nt IMFi Systemic Transformation Facility, 1994–1995)<sup>26</sup>. Hilisemal ehk nn arenenud perioodil läks kogu selline tegevus üle Rahandusministeeriumi haldusalasse.

Eesti Panga bilansis säilisid mõned üksikud kirjed seoses IMFiga, kuid need näitasid vaid osalust IMFis. Et Eesti ei kasutanud IMFiga sõlmitud nn tugi-laenu lepingu (*stand-by arrangement*) järgseid summasid, siis reaalselt raha ega ka mingit liikumist IMFiga seotud kontodel ei olnud, kirjetel kajastatud summad olid vaid arvestuslikud. **Kokkuvõttes olid välisvaluutaga tagatud M0 ehk sularaha ning pankade kohustuslikud reservid ja keskpanga kohustused mitteresidentide vastu.** Hilisemal ajal piirdusid tagatud kohustused põhiliselt baasrahaga M0.

**Valuutakomitee alustas täielikult tagatud kujul**<sup>27</sup>, tagatisvara suurus oli rahareformi ajal 720 miljonit krooni, esmaemissioon oli 600 miljonit krooni (*Eesti rahareform 1992*). Tagatise moodustasid välisvaluuta ja kuld ning alguses oli võimalik krooni lisatagatiseks vajaduse korral kasutada ka metsavarusid (ülemnõukogu 23.01.1992. a otsus). Metsavarusid ei läinud krooni tagatisena

---

26 Aastatel 1994–1995 tegutses Eesti Pank IMFilt saadud majandusliku arengu soodustamise sihtlaenu (Systemic Transformation Facility, STF) vahendamisel Vabariigi Valitsuse agendina. Laen suunati kommertsbankade kaudu täiendava krediidiressursina Eesti majandusse.

27 Emissioonibilansi järgi ja arvestamata Hoiupanga ülevõetud kohustusi (Kalev Kukk).

kunagi tarvis. Mõningase hilinemisega tühistati ka otsus metsavarude eraldamise kohta (Eesti Panga nõukogu 29.04.1997. a otsusega)<sup>28</sup>.

Kogu valuutakomitee eksisteerimisaja jooksul oli ülekate piisav, keskmiselt 13%. Algselt olid tagatiseks võlakirjad Saksa markades ja USA dollarites, kuid valuutariski ei võetud, sest dollarivõlakirjad olid kaetud valuutavahetuslepingutega (*swap*-lepingutega). Hiljem olid tagatiseks eurovõlakirjad. Hilisematel aastatel olid reservid investeeritud põhiliselt euroala rahaturule (riiklikud võlakirjad tähtajaga alla ühe aasta ja euroala kommertsapaberid (ECP)). Reserve kvaliteedi nõue muutus aja jooksul mõnevõrra, kuid reiting ei olnud riiklikel võlakirjadel kunagi alla BBB- ja mitteriiklikel alla AA-.

### 3.2.2. Välisvaluutatehingute õigusraamistik

Esimesed välisvaluutat käsitlevad õigusaktid anti välja 1991. aastal tollase põhivaluuta, NSV Liidu rubla kroonilise sularahapuuduse ja üleüldise dollariseerumise tingimustes. Ettevõtete käibevahendite hankimiseks peamiselt sularahapõhises majanduses toimusid tol ajal Eesti Panga eestvõttel välisvaluuta oksjonid, kokku 15 oksjonit kogukäibega 1,5 miljardit rubla.

Rahvusvahelistele standarditele vastava keskpanga väljakujundamiseks loobus Eesti Pank kommertstegevusest. 1992. aasta jaanuaris lõpetati välisvaluutaoksjonite korraldamine ja alustati ettevalmistusi Eesti Panga Välisoperatsioonide Valitsuse eraldamiseks keskpangast (nii tekkis Põhja-Eesti Aktsiapank).

**Eesti Vabariigi välisvaluutaseadus jõustus 20. mail 1992.** Vahetult enne raha-reformi kinnitati välisvaluuta õigusraamistiku alusdokumendid reformijärgseks ajaks. Õigusaktid olid küllaltki liberaalsed.

Piirangud puudusid järgmistes valdkondades:

- kapitali väljavedu,
- investeerimine,
- konverteerimine,
- välissularaha sisse- ja väljavedu,
- residentidest füüsiliste isikute välisvaluuta hoidmine ja kasutamine välismaal.

---

<sup>28</sup> Eesti Vabariigi Riigikogu 1997. aasta 2. juuni otsusega tunnistati kehtetuks Eesti Vabariigi Ülemnõukogu 1992. aasta 23. jaanuari otsus „Eesti Vabariigi valuutareservi kohta”. Sellega olid Eesti Panga rahaliselt hinnatavad õigused riigimetsast eraldatud reservlankide suhtes täielikult lõppenud.

Piirangud kehtisid järgmistes valdkondades:

- residentidest füüsiliste isikute välisvaluutatehingud kodumaal,
- residentidest juriidiliste isikute kohustus välispankadesse laekunud välisvaluuta kahe kuu jooksul repatrieerida ja Eesti kroonidesse vahetada (seega võis välisvaluutat kasutada vaid välistehingutes),
- mittekonverteeritava välissularaha, sealhulgas rubla ost ja müük (see oli algu- ses keelatud, kuid rubla puhul üsna lühiajaliselt, kuni 24. novembrini 1992).

Piirangute põhjus oli ilmselge – tagada Eesti krooni kehtimine maksevahendina vaatamata rublatsoonist lähtuvalle survele. Kohe kerkis päevakorda mittekonverteeritava välissularaha ostu-müügi küsimus. Rahareformiga rublatsoonist väljumine ei läinud Eesti jaoks kergelt, surve oli tuntav. Venemaa keskpank taotles kõigil läbirääkimistel Eestiga rubla noteerimist, samuti rublade kasutuselevõttu Eestis nii arveldus- kui ka sularahana (*Karmo 1997*).

Teisalt vajas sel ajal tuge ka usk Eesti krooni sularaha vabasse konverteeritavusse. Selleks võimaldati eraisikutel reformi järel osta keskpankast kroonide eest Saksa markasid ametliku kursiga 1 : 8 ja ilma teenustasuta. See teenus oli nii populaarne, et „Saksa marga sularahakassa” viidi turvakaalutlustel üle Hoiupanka (mis kuulus tollal riigile ehk Eesti Pangale) ja kulude katmiseks kehtestati 1% teenustasu. Teenust pakuti ka pankadele, kuid nende huvi jäi leigeks. Kogu ettevõtmine taandus aja jooksul ja teenustasude ühtlustumisel<sup>29</sup> tavaliseks Hoiupanga välissularaha ostu-müügitegevuseks.

Esialgseid piiranguid hakati leevendama suhteliselt kiiresti. Vene rubla suhtes kaotati osa neist juba 1992. aasta lõpus. Samuti oli seoses majanduse elavnemisega ja krooni stabiilsusega võimalik asuda liberaliseerima finantskonto tehinguid. Välisvaluutaseadust muudeti mitmel korral 1992. aasta lõpus ja 1993. aasta alguses. Nende muudatustega kaotati piirangud järk-järgult. Koos sellega muutus välisvaluuta kasutamine eraisikute jaoks täiesti vabaks, pankade jaoks tähendas see aga täiendavaid nõudeid ja aruandlust välisvaluuta avatud positsioonide kohta (vt alapeatükki 4.3).

1994. aasta suveks olid kõik esialgsed piirangud tühistatud, **välisvaluutaseadus kaotas kehtivuse 7. aprillil 1994**. Muudetud kujul jäid kehtima vaid välissularaha ostu-müügipunktide avamise ja tegevuse eeskirjad. Peamiselt rahapesu tõkestamiseks kehtestati valuuta ja väärtpaberite tollivormistamise kord.

---

<sup>29</sup> Eeskirjadega keelati näidata teenustasu lõpphinnast eraldi, mis kokkuvõttes viis hindade läbi- paistvuse suurenemise ja teenustasude ühtlustumiseni.

Eesti oli üks esimesi Kesk- ja Ida-Euroopa riike, kus liberaliseeriti täielikult maksebilansi finantskonto tehingud. Mida see valuutakomitee jaoks igati loogiline areng tähendas kapitali sissevoolule, pankade valuutapositionidele ja välisvaluutas antavatele laenudele, on järgmiste peatükkide teema.

### 3.2.3. Rahapoliitilised instrumendid

Eurosüsteemiga võrreldavuse huvides liigitatakse siin rahapoliitilised instrumendid kolme rühma, nii nagu seda teeb Euroopa Keskpank: püsivõimalused (*standing facilities*), avaturuoperatsioonid (*open market operations*) ja miinimumreservid (*minimum reserves*).

**Valuutakomitee üks keskseid põhimõtteid on tuginemine reeglitele ja toimimine turgudele vahele segamata** (*rules and markets based approach*). Teooria järgi on see üks lahendus nn võimatule kolmikule (*impossible trinity*) ehk hästi tuntud probleemile, mille kohaselt pole kapitali vaba liikumise korral võimalik korraga juhtida nii rahapakkumist kui ka intresse, nii et üks neist kujuneb paratamatult vabalt. Selles mõttes tähendab valuutakomitee reegel intressitase vaba kujunemist turul, sest rahapakkumine kujuneb välisvaluuta (keskpangale) ostu/müügi kaudu<sup>30</sup>. Seega oli rahapoliitilises tähenduses keskne likviidsuse allikas (keskpanga) valuutaturg, mitte rahaturg koduvaluutas.

**Püsivõimalused.** Valuutakomitee loogika järgi ei olnud keskpangal võimalik omada instrumente, mis mõjutaksid otseselt intresse. Rahapakkumine kujunes välisvaluuta ostu/müügi kaudu. Kasutusel ei olnud ei laenamise püsivõimalust Euroopa Keskpanga moodi ega ka *discount window* tüüpi instrumente USA Föderaalreservi või Hongkongi HKMA moodi. Hilisemal ajal oli kasutusel hoiustamise püsivõimaluse analoog, mis kujutas endast keskpangas hoitava kohustusliku reservi nõutavat taset ületavate kroonihoiuste intressi, mida maksti kuu keskmise alusel. Eesti Pank ei tegelenud likviidsuse pakkumisega krooni rahaturul. Selle asemel toimus valuutaaken (piiramatu<sup>31</sup>) välisvaluuta ostu/müügi püsivõimalusega ning likviidsuse üle- või puudujäägid tasakaa-

---

30 Rahapakkumise selline käsitlus ei ole ei nõudlus- ega pakkumispoolne, vaid võib olla mõlemat – headel aegadel nõudluspoolne ja kriisiaegadel pakkumispoolne, sh otseselt piirav kapitali väljavoolu korral. Tehnilises plaanis on sellist korraldust nimetatud ka endogeenseks või automaatseks rahapakkumise kujunemiseks.

31 Piiramatu koduvaluuta vahetus ankurvaluuta vastu tähendab täielikku konverteerimist tagatavate kohustuste piires, Eesti valuutakomitee korral M0 piires ehk kogu sularaha ja pankade kohustuslike reservide mahu piires.

lustusid põhiliselt valuutaturu kaudu. Seetõttu oli välisvaluuta ostu/müügi võimalus ehk nn valuutaaken (*forex window*) keskpanga rahapoliitilise infrastruktuuri keskne osa.

Valuutakomitee põhiinstrument, valuutaaken, toimis tehniliselt Eesti krooni ostu/müügi teel ankurvaluuta, Saksa marga eest/vastu, üldjuhul T + 2 väärtuspäevaga<sup>32</sup> ja ostu-/müügikurssidega 7,999/8,001 ehk komisjonitasuga ~0,01%. Rahapoliitilise raamistiku reformiga kõrvaldati 1996. aastal ostu-/müügikursi erinevus valuutaakna sujuvama toimimise huvides. Erandkorras ja eelneval kokkuleppel oli võimalik ka T + 1 väärtuspäev, kuid ainult krooni ostuks. Hiljem, reaalsajalise arveldussüsteemi RTGS rakendumisel lisandus ka T + 0 ehk sama väärtuspäeva võimalus nii krooni ostuks kui ka müügiks. Ostuvõimalust kasutati, kuid müügivõimalust mitte kunagi, sest sellistele tehingutele lisandus teenustasu erinevalt tavapärasest T + 2 võimalusest (EONIA<sup>33</sup> + 0,5% kahe päeva eest). Müügil kehtis mahupiirang 50 miljonit eurot. Osteti ja müüdi eri valuutasid, mitte ainult ankurvaluutat<sup>34</sup> (nt Leedus ja Bulgaarias kaupleb keskpank ainult ankurvaluutaga). Esimestel aastatel oli see kommertspankadele oluline, sest nende tundmatuse tõttu polnud neil rahvusvahelistel turgudel krediidilimiite.

**Avaturuoperatsioonid.** Lähtudes valuutakomitee ideest, mille järgi kujuneb rahapakkumine vastavalt välisvaluuta ostule/müügile ja keskpank ei sekku intresside kujunemisse, ei ole avaturuoperatsioonid üldjuhul kasutusel. Eesti valuutakomitee puhul oli tegu kahe üsna marginaalse erandiga.

- **Keskpanga sertifikaadid** (*certificates of deposit*). Aastail 1993–2000 pakkus Eesti Pank kommertspankadele keskpanga sertifikaatide ostu võimalust, kuid üksnes piiratud mahus: esmalt 30 miljonit ja hiljem 60 miljonit krooni (vastavalt ca 1,9 ja 3,8 miljonit eurot). See toimus keskpanga oksjonitena kaks korda kuus ja sellel oli kaks eesmärki: esiteks tekitada pankadevaheline rahaturg, kuna varasemaid pankadevahelise rahaturu kogemusi polnud ja pankade vahel puudus usaldus, ning teiseks toetada päevasisest likviidsusjuhtimist, kuna pankade kohustusliku reservi nõue pidi 1996. aasta 1. juulini olema täidetud päevapõhiselt.

---

32 See tähendab, et tehingu sõlmimise ja raha liikumise vahe on 2 päeva.

33 EONIA (*Euro OverNight Index Average*) on Euroopa Keskpanga üleölaenu intress.

34 Viimane valuutade ostu/müügi nimekiri kehtestati 2008. aastal ja selle järgi ostis/müüs Eesti Pank järgmisi valuutasid: euro (EUR), USA dollar (USD), Jaapani jeen (JPY), Suurbritannia nael (GBP), Šveitsi frank (CHF), Kanada dollar (CAD), Austraalia dollar (AUD), Uus-Meremaa dollar (NZD), Rootsi kroon (SEK), Taani kroon (DKK) ja Norra kroon (NOK).



Selle instrumendi mõju baasraha pakkumisele oli väike, sest see tähendas vaid piiratud emissiooni (keskpanga bilanss suurenes emissiooni tulemusel ja koos sellega suurenes ka M0), lisandusid makstud intressid. Teatud määral võis laenusertifikaatidega kauplemine soodustada rahaturu intressimäärade stabiliseerumist. Valuutakomitee sujuvama toimimise huvides ei ole avaturuoperatsioonid tingimata tabu, kuid otsene intressimäärade kontroll on kindlasti ebasoovitav, eriti algjärgus (*Bennett 1994*).

- **Forvardid.** Aastatel 1994–1995 pakkus Eesti Pank kommertspankadele senise fikseeritud vahetuskursi säilitamise kohta lisagarantiid. Eesti Pank noteeris Eesti krooni ja Saksa marga vahelisi tähtaja- (forvard-) ja vahetustehinguid (swap) maksimaalse tähtajaga seitse aastat, kursiga 8,001–8,002. 5. detsembril 1994 kehtestati forvardtehingutele piirangud, mille järgi Eesti Pank sõlmis neid tehinguid vaid volitatud Eesti kommertspankadega<sup>35</sup>. Iga panga maksimumlimiit oli 75% tema viimase kuue kuu keskmisest krooniaktivast, millest on lahutatud nõuded teistele pankadele. 1995. aasta lõpus oli forvardite maht 1,46 miljardit krooni (ca 93,3 miljonit eurot) ja viimased neist lõppesid sajandivahetusel.

### Taustinfo 3.2. Leedu ja Bulgaaria valuutakomiteed

Eesti valuutakomitee erines tehniliselt Leedu ja Bulgaaria omast. **Leedu valuutakomiteed** eristab eelkõige see, et seal on lubatud ka avaturuoperatsioonid. Sellise olukorra kujunemist on vähemalt osaliselt mõjutanud asjaolu, et Leedus pole suhtumine valuutakomiteesse alati olnud nii pühendunud kui Eestis. Nimelt oli seal olemas programm üleminekuks valuutakomitee süsteemilt tavalisele fikseeritud kursile aastatel 1997–1999. See aga ei realiseerunud – eelkõige samal ajal puhkenud pangakriisi tõttu, mis oli Aasia-Vene kriisi tagajärg (*Wolf, Ghosh, Berger ja Gulde 2008*). Leedu keskpanga arsenalis on mitu instrumenti: üleõrepotehingud, tähtajaliste deposiitide oksjonid repovõimalusega, aga ka abilaenude võimalus (*emergency lending facility*) valuutakomitee ülekatte piires. Sellise instrumentaariumi tõttu on Leedu valuutakomiteed loetud 1990ndatel loodud valuutakomiteedest kõige vähem ortodoksseks

35 Volitatud pangad olid pangad, kel oli ligipääs Eesti Panga hallatavale arveldussüsteemile ja kel polnud suuri jooksvaid probleeme; panga sobivust forvardtehingute partnerina hindas Eesti Pank.

(Camilleri Gilson 2004). Statistika järgi on tähtajaliste deposiitide oksjon ka kasutusel (tehingumahud kuni 5% keskpanga bilansimahust, andmed 2012), seega on Leedu keskpank peale tavapärase valuutaturul toimimise teatud määral aktiivne ka kodumaisel rahaturul. Lisaks oli Leedu linn suurema osa ajast seotud USA dollariga (1994–2002), ümbersidumine euroga toimus ELiga liitumise eel.

**Bulgaaria valuutakomitee** loodi 1997. aastal keerulises olukorras: 1990–1997 puudus majanduses edasimineku inflatsioon ulatus 1997. aasta kevadel 2000%ni, valitses pangakriis ja eelarvepuudujääk oli 8% SKPst (Wolf, Ghosh, Berger ja Gulde 2008). Sellised algtingimused avaldasid mõju ka Bulgaaria valuutakomitee institutsionaalsele ülesehitusele. Üks huvitav erisus seisneb selles, et Bulgaarias eraldati valuutakomitee „süda“ (*issue department*) ja keskpanga muu tegevus (*banking department*) seadusega, kuigi keskpanga organisatsiooni struktuuris see ei ilmnenud. Lisaks, kuna keskpank oli enne valuutakomiteed tegelenud eelarvepuudujäägi finantseerimisega, jätkus see alguses (erandkorras) ka valuutakomitee raames, nüüd IMFi abilaenude vahendamise vormis. Tollase pangakriisi tagajärjel sisaldas valuutakomitee põhikiri ka ilmutatud kujul viimase instantsi laenaja piiratud funktsiooni (Eestis oli see vajaduspõhine ning Bosnias ja Hertsegoviinas keelatud), kuid seda pole seni kasutatud. Valuutakomitee kehtestamise järel loobus Bulgaaria keskpank kõigist instrumentidest, v.a kohustuslikest reservidest ja kahest eelnimetatud erandist: piiratud (marginaalse) viimase instantsi laenaja võimalusest ja valitsuse fiskaalagendi rollist. Keskpank on Bulgaarias ka keskvalitsuse reservide haldaja, need kuuluvad valuutakomitee tagatud kohustuste koosseisu.

**Miinimumreserv.** See oli Eesti valuutakomitee puhul teine oluline instrument valuutaakna kõrval. Eestis kehtestati kohustusliku reservi nõudeks kohe alguses 10%<sup>36</sup> kõigist võõrvahendite kaasamise teel saadud kohustustest, ja seda universaalsel alusel, st kohustuste vahel vahet tegemata, välja arvatud võlgnevused kodumaistele pankadele ja keskpangale. Nõuet tuli alguses täita päevapõhiselt, reservi eest intresse ei makstud. Hiljem muudeti kohustusliku reservi nõuet kahel korral: 1996 ja 2001. Esimese reformi põhisisu seisnes pankade miinimumreservide hoidmise üleviimises kuu keskmisele arvestusele (*Eesti Panga aastaaruanne 1996*). Teist, 2001. aasta reformi käsitletakse hilisemates peatükkides.

---

36 Esialgu oli kavas tõsta 1992. aasta jooksul reservinõue 10%lt 15%le, oktoobriks jõuti 12%ni, aastalõpu pangakriisi käigus taastati seoses halvenenud likviidsusolukorraga algne 10% (Eesti Panga aastaaruanne 1992).

### Taustinfo 3.3. Rahapoliitilise raamistiku reform 1996

(Eesti Panga aastaaruanne 1996)

Rahapoliitika usaldusväärse ja läbipaistvuse eesmärgil jäeti muudatuste kavandamisel kõrvale avaturu instrumendid ning keskenduti kohustuslikele reservidele ja püsivõimaluste loomisele. **1996. aasta teisest poolaastast asendati pankade kohustuslike reservide igapäevase täitmise nõue kohustusega hoida Eesti Pangas asuva arvelduskonto saldo nõutaval tasemel ühe kuu keskmisena.** Tänu sellele said pangad enda kasutusse märksa suurema baasrahapuhvri igapäevasteks arveldusteks ja pankadevahelisel rahaturul kasutamiseks. Pankade likviidsusjuhtimise distsiplineerimise eesmärgil tuli 20% reservinõudest siiski täita päevapõhiselt ja seda osa sai kasutada üksnes trahviintressi eest. **Ühtlasi vähendati alates 1994. aastast lubatud sularahakassa osalist arvestamist kohustuslike reservide täitmisel 40%ni, sest seni kehtinud määr 50% ei innustanud panku kassajääke optimeerima. Võimaldamaks intressiarbitraažil edukamalt täita oma rolli rahaturu likviidsuse reguleerijana, kaotas Eesti Pank 1996. aasta juulis ka ostu- ja müügikursi erinevuse Eesti krooni ja Saksa marga vahelistes tehingutes.** Et luua lisastiimulit pankade baasrahanõudluse stabiliseerimiseks, võttis Eesti Pank 1996. aasta teisest poolaastast kasutusele **hoiustamise püsivõimaluse pankadele.** Turuhäirete vältimise ja valuutakomitee usaldusväärse suurendamise eesmärgil oli pankade arvelduskonto **vaba jäägi eest iga kuu lõpus makstav intress väikesem Eesti rahaturu intressimäärast ja seotud Saksa Liidupanga diskontomääraga.**

**Kohustusliku reservi nõue oli üks väheseid keskpanga rahapoliitika instrumente, mida ka tõepoolest kasutati.** Küll aga tuleb märkida, et kohustuslike reservide kasutamine rahapoliitilistel eesmärkidel ei taotlenud rahakordaja muutmist, peamine eesmärk oli tagada pankadele piisav likviidsuspuhver. Valuutakomitee piiratud instrumentaariumi tõttu olid aga rahapoliitilise stabiilsuse tagamisel teatud määral kasutusel ka usaldatavusnormatiividel põhinevad instrumendid, nagu kapitali adekvaatsuse nõue. Selle normatiivi rahapoliitiline toime lähtus kohustuslike reservidega suures osas sarnasest eesmärgist – tagada finantssüsteemi likviidsus ning tugevam vastupanuvõime välis- ja sisešokkidele (sellest Aasia kriisiga seoses).

**Arveldused.** Siiani kirjeldatud institutsionaalne ülesehitus andis peale kõige muu ka teatud kindluse arvelduste jaoks. Osalt endiste NSV Liidu aegade

pärandina, osalt sihipäraselt tehti pankadevahelisi arveldusi Eesti Panga arveldussüsteemide kaudu. Küllaltki suur kohustuslik reserv keskpangas tagas ühtlasi puhvri arvelduste jaoks, sest üldjuhul ei saanud tekkida olukorda, mil omavahel arveldavatel pankadel poleks keskpangas kontol piisavalt vahendeid olnud<sup>37</sup>. Selline seis püsis kogu krooniaja jooksul ja tõrked arveldustes olid üldjuhul haruldased. Algusaegadel aitas sellele kaasa ka asjaolu, et majandus oli suuresti sularahapõhine, lõpupoole oli aga reservinõue suurem (kuni 15%). Ligipääsu keskpanga arveldussüsteemidele reguleeris keskpank ja üldjuhul oli tegu ainult Eestis registreeritud krediitiasutustega (olid ka mõned erandid, eelkõige rahvusvahelised pangad)<sup>38</sup>.

### 3.2.4. Viimase instantsi laenaja roll

Viimase instantsi laenaja rolli puudumist on sageli nimetatud valuutakomitee üheks peamiseks puuduseks. See ei ole siiski täiesti täpne, sest viimase instantsi laenaja (*lender of last resort*) funktsioon on võimalik valuutakomitee kohustustevaba jäägi (ehk ülekatte) piires. Üldjuhul sellest ülekattest süsteemsete kriiside korral siiski ei piisa (v.a ehk Hongkong), mistõttu seda saab kasutada vaid erandjuhul.

Eesti Pangas ei olnud kunagi kehtestatud täpset korda pankade toetamiseks, lähtuti vajaduspõhisuse põhimõttest. **Selline institutsionaalne lahendus viitas algusaegadel küllaltki ortodokssele valuutakomitee loogikale**, mis väärtustab ennekõike vahetuskursi stabiilsust.

Et valuutakomiteepõhises raamistikus viimase instantsi laenaja roll puudus, tuli finantsstabiilsuse tagamisel seda rohkem tähelepanu pöörata ennetavale tegevusele, eelkõige puudutas see pangajärelevat ning seetõttu olid hilisemal ajal olulised emapankade asukohamaade finantsjärelevatveasutustega sõlmitud koostöölepingud. Lisaks loodi hoiuste tagamise skeem (2002), mille vahenditest piisas mittedeemsete pankade hoiuste hüvitamiseks.

---

37 Enne 1996. aasta kohustuslike reservide reformi oli reserve võimalik kasutada päevasiselt arvelduste kliirimiseks. Tol ajal kehtinud päevapõhise reservinõude täitmata jätmise eest panku ei karistatud.

38 Siin ei puudutata pärast rublatsoonist lahkumist üles jäänud nõukogude aja arveid, mis säilisid Eesti Panga bilansis küllaltki kaua, kuni need lahendati riikidevaheliste kokkulepetega või kanti lootusetutena maha. Sellest üpris tüüpilisest üleminekuprobleemist ei tulenenud rahasüsteemile uusi vapustusi.

Rahvusvahelises võrdluses oli Eesti 1990ndatel küllaltki erandlik, sest finantssüsteemi toetamisest oli olulisem vahetuskursi stabiilsus: „Tavaliselt eelistatakse sisemist eesmärki välisele; Eesti on selles suhtes seega haruldane erand” (Bordo ja Schwartz 1996). Üldjoontes sedasama kinnitab ka (Hansson 1995): „Eesti kogemus on vastupidine konventsionaalsele arusaamale, et suurimate probleemsete pankade sulgemine on Ida-Euroopas poliitiliselt võimatu või et pankade restruktureerimine toob tingimata kaasa kõikide hoiustajate ja mõnede aktsionäride kuluka päästmise.”

Postsotsialistlike siirderiikide pangandus oli algusaegadel üldjuhul nõrk ja pangakriisid küllaltki sagedased. Eestis oli kriisilaineid kaks: 1992–1993 ja 1998–1999. Esimene neist oli osa siirdekriisist<sup>39</sup> pärast 1992. aasta rahareformi ja suurt majanduslangust, teine seostus Aasia-Vene kriisi järelmõjudega.

Tagasivaates ei olnud Eesti Panga roll viimase instantsi laenajana väga suur, teravat vajadust selleks oli harva. Esimene pangakriis 1992. aastal toimus sularahapõhises majanduses, kus finantssüsteem tegeles põhiliselt maksete vahendamiseга. See asjaolu selgitab, miks kriisiga kaasnenuд umbes 40% rahapakumise kadumine ei toonud kaasa olulisi tagajärgi; lisaks olid need deposiidid juba mitu kuud olnud blokeeritud, st kriisi mõju oli juba kohal (Knöbl, Sutt, Zavoico 2002). Teine pangakriis 1990ndate lõpus läks ajalukku põhiliselt kui väikepankade kriis, sest suurpankad läksid välisomandusse ja teistel ei olnud olulist süsteemset rolli. Kokkuvõttes olid keskpang ja valitsus kahel korral suure surve all, kui oli selge vajadus sekkuda finantskriiside järelmitesse.

Eraldi tuleb siin ära märkida Hoiupank, mis rekapitalizeeriti 100% ulatuses 1993. aastal; tegu oli NSV Liidu Hoiukassa järglasega, mille Moskvasse jäänud varasid ei õnnestunud tagasi saada. Hoiupank rekapitalizeeriti täielikult valuutakomitee ülekatte arvel ühekordse tehinguna (Bennett 1993).

Finantskriisidesse sekkumistena võib käsitada esimese pangakriisi lahendust ja teisest kriisist kahe keskmise suurusega panga juhtumeid (Forekspank, mis riigistati 1998. aastal, ja Maapank, mis lõpetas pankrotiga 1999. aastal). Ülejäänud juhtudel oli riiklik sekkumine vähene.

---

39 See on üks võimalus. Kirjanduses esineb ka teistsuguseid lähenemisi, muu hulgas panganduse siirdekriisi laiem käsitus, mille puhul on ajaliseks raamiks 1992–1994. Sellise käsitluse tingib asjaolu, et sel juhul loetakse esmase siirdekriisi lõpuks Sotsiaalpanka pankrotti, millega lõppes NSV Liidult päritud suurpankade likvideerimine, vt 3.2.5.

### Taustinfo 3.4. Hoiupank (Eesti Panga aastaaruanne 1993)

Eesti Panga nõukogu 1992. aasta 14. aprilli otsusega moodustati NSV Liidu Hoiupanga Eesti osakonna õigusjärglasena aktsiapank Eesti Hoiupank, mille kõik aktsiad tuli asutamisel märkida Eesti Pangal. Et tagada Eesti elanikele nende hoiused, võttis Eesti Pank rahareformi ajal Eesti Hoiupangalt üle 3,05 miljardi rubla suuruse võlanõude endise NSV Liidu Riigipanga vastu. Hoiupangas oli tollal 85% elanike hoiustest. Oli selge, et Hoiupank samal kujul alles jääda ei saa, vaid vajab reorganiseerimist ja uusi investeeringuid. Eesti Panga nõukogu 1992. aasta 11. augusti otsusega suurendati Eesti Hoiupanga aktsiakapital aktsiate väljalaske teel kahekordseks; täiendavate aktsiate märkimise õiguse andmiseks Eesti pankadele kuulutati välja konkurss. Eesti Panga ja konkursi võitnud Hansapanga vahel sõlmiti 30. aprillil 1993 täiendavalt väljalastud aktsiate ostu-müügi leping. Pärast lepingu jõustumist suurenes Hoiupanga aktsiakapital oluliselt ja kolmandik sellest kuulus Hansapangale. Hiljem liideti Hoiupank Hansapangaga. Praeguseks on Hansapank integreeritud Swedbanki gruppi.

### 3.2.5. Esimene pangakriis

(Eesti Panga 1993. aasta aruande põhjal; põhjalikumalt on seda teemat käsitlenud Ardo Hansson (*Hansson 1995*))

Rahareformi aasta oli pangandusele väga raske, arvestades järske muutusi, sh pakkumispoolset šokki maailmaturuhindadele üleminekul, sellega kaasnenud hüperinflatsiooni ja järsku majanduslangust. Seni kiirelt kasvanud pankade üldarv oli tõusnud 42ni, koondbilansi maht oli aga vaid umbes 6 miljardit krooni (ligikaudu 330 miljonit eurot). Aasta hiljem, 1993. aasta lõpus oli panku alles 22. Sündmusi pangandusmaastikul 1993. aasta alguses mõjutas kindlasti kõige enam 1992. aasta novembris puhkenud pangakriis. Kolme suurema panga (Tartu Kommertspanga, Balti Ühispank (UBB), Põhja-Eesti Aktsiapanga (PEAP) ja kaheksa (!) väikesema panga maksejõuetuks muutumine kõigutas suuresti usaldust panganduse vastu. Tartu Kommertspank lõpetas pankrotiga. Eesti Panga ja valitsuse koostöös töötati välja päästeoperatsioon, mille tulemusel UBB ja PEAP ühendamise teel moodustati uus pank – Põhja-Eesti Pank (avati märtsis 1993). Uue panga maksejõulisus tagati valitsuse pika-

ajaliste võlakirjadega (300 miljonit krooni ehk umbes 19,2 miljonit eurot) ning likviidsus Eesti Panga deposiidiga (100 miljonit krooni ehk umbes 6,4 miljonit eurot). UBB ja PEAP maksejõuetuse peapõhjuseks olnud külmutatud kontod endises NSV Liidu Välismajanduspangas (VEB), mis moodustasid vastavalt 63% ja 64% pankade koguaktivatest, koondati Riigikogu otsusega moodustatud VEB Fondi. Sinna koondati ka nn vastukülmutatud kontode omanike nõuded UBB ja PEAP vastu. Nimetatud pankade vastu suunatud nõuete omanikele väljastati VEB fondi sertifikaadid. VEB Fond oli ainus esimese pangakriisi jäänuk, mille lõplik lahendus tuli alles 20 aastat hiljem läbi fondi likvideerimise Riigikogu otsusega 15.02.2102., kuna fondi ainsaks varaks olid lootusetud nõuded endise NSVL Välismajanduspanga (VEB) vastu.

Vahel käsitletakse esimest pangakriisi (mida on nimetatud ka panganduse siirdekriisiks) laiemalt, lisades sellele ka 1994. aasta Sotsiaalpanga krahhi, mis lõpetas esimese suure restruktureerimise pangandusmaastikul. Kokkuvõtlik ülevaade sellest on IMFi annaalides: „*Järgmine kriis [---] saabus 1994. aasta keskel, kui Sotsiaalpank, mille vara moodustas 1993. aasta lõpus umbes 20% pankade koguarast ja mis oli erastatud enne rahareformi, sattus raskustesse halva juhtimise ja panga omanikele suures mahus antud halbade laenude tõttu. Panga olukorda raskendas 1994. aasta kevadel vastuvõetud valitsuse otsus – mis oli ajendatud murest panga maksevõime pärast – järk-järgult valitsuse deposiidid (aasta alguses moodustasid need umbes 25% Sotsiaalpanga kohustustest) pangast välja võtta ja need teistesse Eesti pankadesse paigutada. Et ka teised hoiustajad võtsid oma hoiused välja, kehtestas keskpank Sotsiaalpanngale augustis 1994 moratooriumi [---] Seejärel püüdis keskpank leida „uuele” Sotsiaalpanngale strateegilist või välisinvestorit, kuid peatselt sai selgeks, et panga probleemid olid nii suured, et seda ei saanud müüa. Märtsis 1995 otsustas keskpank kanda üle suurema osa Sotsiaalpanga hoiustest ja samas väärtuses vara Põhja-Eesti Pangale, mis oli tollal suuruselt Eesti neljas pank” (IMF 1999).*

### 3.3. VAHEKOKKUVÕTTEKS

Eesti valuutakomitee sündis 1992. aasta suvel, sama aasta sügisel tabas Euroopa rahasüsteemi (*European Monetary System*, EMS 1979–1998) kriis. Aasta hiljem pöörduti Lääne-Euroopas *de facto* ujuvate vahetuskursside juurde tagasi ja siis sündis ka ERM1 kõikumisvahemik  $\pm 15\%$ , mis hiljem kehtis ERM2-s. Sellises kontekstis oli valuutakomitee süsteemi taaselustamine, ja seda veel Euroopas, päris ennekuulmatu valik. Kuid enneolematu oli ka NSV Liidu lagunemisega kaasnenud poliitiline ja majanduslik ruum. „Siirdemajandus” sai peagi eraldi terminiks, kuigi jäi arenevate turgude riikide rühma üheks alamjuhiks. Sellise ulatusega siiret käsumajandusest turumajandusse polnud maailma ajaloos varem olnud.

Kogu Eesti lähiümbrus oli 1990. aastate alguses muutustes. Lähinaabritel Põhja- ja Ida-Euroopas oli 1990ndate alguses kriis, Venemaal püsis majanduslik kaos peaaegu terve järgneva kümnendi ning teised Kesk- ja Ida-Euroopa riigid olid samuti siirdeprotsessis. Valuutakomitee süsteem kogus palju nii toetajaid kui ka vastaseid, valuutakomiteele üleminekut kaaluti ka Venemaal ja Ukrainas. Eesti eeskujule järgnesid viie aasta jooksul Kesk- ja Ida-Euroopa riikidest veel Leedu (1994), Bulgaaria (1997) ning Bosnia ja Hertsegoviina (1997). See oli siiski alles esimene valuutakomitee populaarsuse laine, teine tuli pärast Aasia kriisi 1997–1998, kui sama küsimus oli aktuaalne Indoneesias ja Ida-Timoril. Kokkuvõttes oli valuutakomitee kui rahapoliitika erivorm erineval moel päevakorral pidevalt 1990ndate algusest kuni lõpuni ning hakkas populaarsust kaotama alles pärast Argentina kriisi ja valuutakomitee likvideerimist 2002. aastal.

#### ***Kirjandus***

Bennett, A. (1993). The Operation of the Estonian Currency Board. IMF Staff Papers, 40, 2.

Bennett, A. (1994). Currency Boards: Issues and Experiences. IMF Policy Discussion Papers, 94/18. Washington.

Berengaut, J. (1998). The Baltic Countries: from Economic Stabilization to EU Accession. IMF Occasional Paper, 173.

Bordo, M., Schwartz, A. (1996). Why Clashes Between Internal and External Stability Goals End in Currency Crises, 1797–1994. – *Open Economies Review*, 7, 1, Supplement (March).



Camilleri Gilson, M.-T. (2004). An Institutional Framework for Comparing Emerging Markets Currency Boards. IMF Working Paper, WP/04/180.

Eesti Panga aastaaruanne (1992). Tallinn.

Eesti Panga aastaaruanne (1993). Tallinn.

Eesti Panga aastaaruanne (1996). Tallinn.

Eesti rahareform 1992 (1997). Nelja mehe ettepanekust oma rahani. Tartu: Postimehe Kirjastus.

Hanke, S., Jonung, L., Schuler, K. (1992). Monetary Reform for a Free Estonia: A Currency Board Solution. Stockholm: SNS förlag.

Hansson, A. (1993). Estonian Kroon: Experiences of the First Year. CEPR conference „The Economics of New Currencies“ in Landezentralbank, Frankfurt a.M.

Hansson, A. (1995). Reforming the Banking System in Estonia. – Rostowski, J. (toim). *Banking Reform in Central Europe and the Former Soviet Union*. Budapest: Central European University Press.

Hansson, A., Sachs, J. (1994). Monetary Institutions and Credible Stabilization. Conference on Central Banks in Eastern Europe and Newly Independent States, Chicago. <http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac%3A124248>

Karmo, M. (1997). Välisvaluutaregulatsioon Eestis aastail 1991-1994. – Eesti Panga bülletään, 4.

Knöbl, A., Sutt, A., Zavoico, B. (2002). The Estonian Currency Board: Its Introduction and Role in the Early Success of Estonia's Transition to a Market Economy. IMF Working Paper, WP/02/96.

Republic of Estonia (1999). Selected Issues and Statistical Annex. SM/199/33; IMF. Appendix. IMF Staff Country Report, 99/74.

Roubini, N. (1998). The Case Against Currency Boards. New York University, Stern School of Business. February.

Saavalainen, T. (1995). Stabilization in the Baltic Countries: A Comparative Analysis. IMF Working Paper, 95/44. April.

Williamson, J. (1995). What Role for Currency Boards. Washington: Institute for International Economics.

Wolf, H. C., Ghosh, A. R., Berger, H., Gulde, A.-M. (2008). Currency Boards in Retrospect and Prospect. Cambridge: MIT.

## 4. ESIMENE TÕUS JA FINANTSTURGUDE ARENG

*Ilmar Lepik*

Käesolev peatükk algab majanduse esialgse stabiliseerumise lõpuga. 1995. aasta oli Eestis uuema aja esimene kasvuaasta. Sellesse ajajärku jääb Eesti majanduse esimene kiire kasvu periood, mis kulmineerus börsimulli ja -krahliga ning Aasia-Vene kriisiga. Eesti üldine areng pidi olema muljetavaldav, sest juba 1997. aastal, napilt viis aastat pärast suuremate majandusreformide algust, kinnitati Eesti esimese viie Kesk- ja Ida-Euroopa riigi seas Euroopa Liidu kandidaatriigiks<sup>40</sup>.

Rahulikku arengut ei jätkunud siiski kauaks: juba enne Vene kriisi 1998. aasta augustis puudutas Eestit ka Aasia kriis. 1997. aasta sügisel oli Aasia kriisi käigus spekulatiivse rünnaku all Hongkongi valuutakomitee, sealt levis kriis sarnase rahapoliitilise süsteemi tõttu ka Eestisse. Rahapoliitika vaatenurgast oli tegemist kaksikkriisiga ehk Aasia ja Vene kriisiga, mitte ainult Vene kriisiga, nagu seda sageli nimetatakse. Selles kontekstis oli oluline ka finantssektori seisund ja reaktsioon kriisile ning samasse perioodi kuuluv Tallinna börsi loomine, selle esimene tõus ja langus.

### 4.1. MAJANDUSE ESIMENE TÕUS

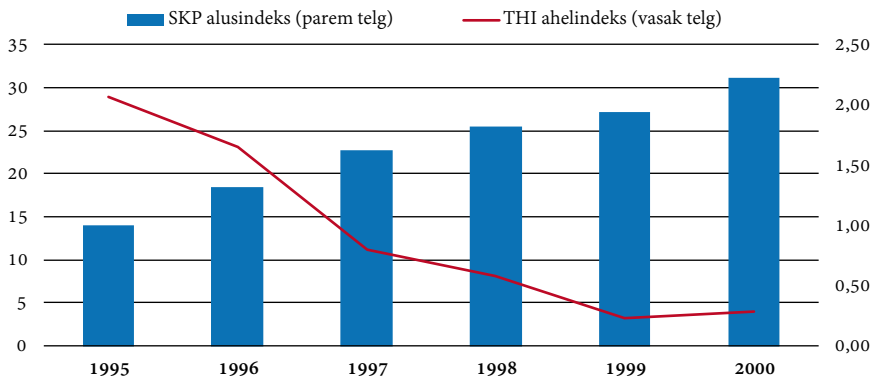
Ajajärgu põhiolemuse võtavad kõige paremini kokku IMFi tollase asedirektori Stanley Fisheri sõnad krooni viienda aastapäeva kõnes Estonia kontserdisaalis: „*Now Estonia is dealing with a problem that many other economies have also faced, the problem of so-called moderate inflation by which is meant inflation in the low double digits up to about 30 per cent*” (Fisher 1997). Tolle aja iseloomustamiseks on muidki väljendeid, kuid „mõõduka inflatsiooni periood” on neist rahapoliitilises kontekstis kõige ammendavam. Tollasele majanduskeskkonnale omane kiire nominaalkasv koos mõõdukalt kiire hinnakasvuga oli ühtlasi hea keskkond vigade parandamiseks. Aeglane inflatsioonitempo andestab valearvestusi nominaal- ja reaalnäitajate väikesema erinevuse tõttu vähem.

---

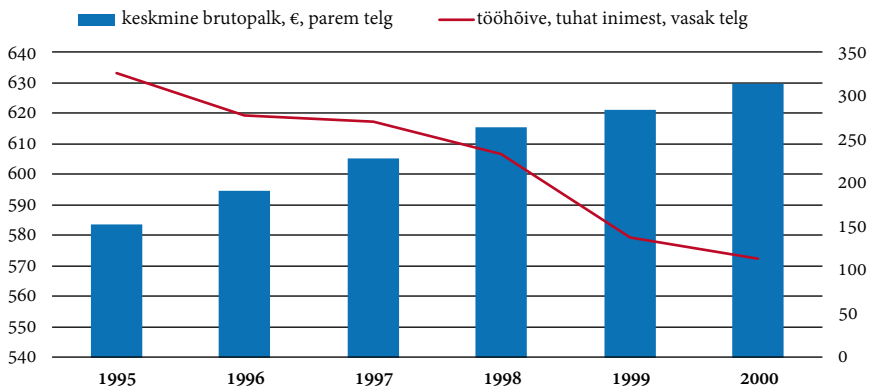
40 Esimesed viis olid Poola, Ungari, Tšehhi, Sloveenia ja Eesti. Mõne allika järgi seondus Eesti esiviisikusse sattumine algselt kavas olnud Slovakkia väljalangemisega puuduste tõttu demokraatia arengus; OECDga liitumisel 2000. aastal oligi Slovakkia esinelikus (koos Poola, Ungari ja Tšehhiga), Eesti ja Sloveenia liitusid OECDga alles 2010. aastal.

**Nominaalkasv oli suur** – majanduse nominaalne maht (SKP jooksevhindades) suurenes 1995–2000 üle kahe korra, keskmine palk samuti (SKP joonisel 1995 = 100, varasemad andmed ei ole võrreldavad). Inflatsioonimäär alanes 1998. aastaks ühekohaliseks, ennustades uue majanduskeskkonna tulekut, kuid selle perioodi keskmiseks jääb siiski ligikaudu 16% hinnakasv. Samal ajal tööhõive järjest vähenes, peegeldades käimas olevat majanduse ümberstruktureerimist.

Joonis 4.1. Inflatsioon ja SKP nominaalkasv 1995–2000



Joonis 4.2. Tööhõive ja keskmine palk 1995–2000



**Hõive vähenemisega kaasnes tööpuuduse kasv 1993. aasta 6,6%lt 13,6%le aastal 2000.** Selles kajastub ka Vene kriisi järelmõju (1999–2000), millela oleks tööpuudus jäänud ilmselt 10% ligi (1995.–1997. aasta keskmine oli 9,7%). Tasub märkida, et kardetud ülisuurt tööpuudust 1990ndate siirdeperioodil ei tulnudki, tõeliseks probleemiks kujunes see alles 2008. aastal alanud ülemaailmse finantskriisi ajal, kui töötute arv kasvas 2009. aastal ligi 100 000 inimeseni.

Olgu öeldud, et tööhõive vähenemine peegeldab peale majanduse struktuuri muutuste ka elanikkonna vähenemist 1,57 miljonilt 1990. aastal 1,35 miljonile aastaks 2000. Suuresti selgitab seda iseseisvuse taastamise järgne nn siirdemigratsioon, eelkõige NSV Liidu lagunemise järgne idasuunaline reemigratsioon (läänesuunaline ränne oli tollal veel piiratud). Elanikkonna vananemine ei olnud siis veel teravalt päevakorral. Kokkuvõttes vähenes **elanike arv kümne aastaga 13% ja tööhõive 31%, nii et peamine hõive vähenemise tegur oli siiski majanduse restruktureerimine.** Tuleb arvestada, et Eesti rahvaarv enne NSV Liidu lagunemist sisaldas ka NSVL armee isikkoosseisu, mille täpne suurus ei olnud teada. Seega ei olnud rahvaarvu ja tööhõive vähenemine nii suur, kui toodud arvudest nähtub.

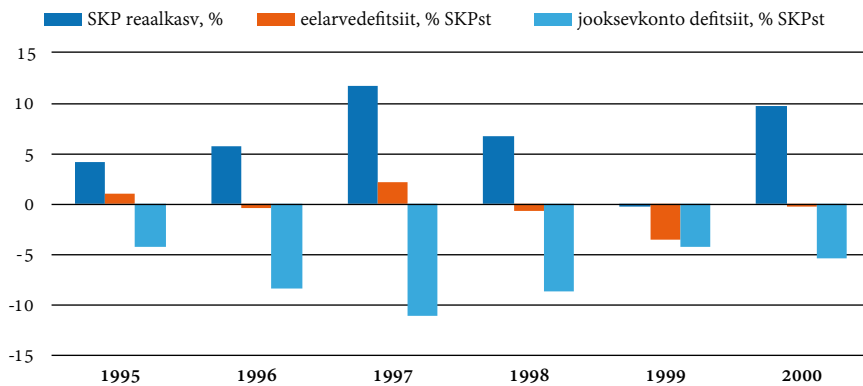
**Seda ajajärku iseloomustas veel kiire (kuigi aeglustuv) inflatsioon** kõrvuti tootlikkuse kasvu ning toodete ja teenuste kvaliteedi paranemisega. Kokkuvõttes väljendus toona toimunu vahetuskursipoliitika terminites krooni efektiivse reaalkursi tasakaalulise kallinemisena, sest eri uuringute põhjal reaalkursi ülehinnatust tol perioodil ei olnud (kokkuvõtet selle kohta vt nt *Hinnosaar, Kaadu ja Uusküla 2005*). Teisisõnu peegeldas toimuv väljumist algsest vahetuskursi allahinnatusest.

**Seetõttu ei olnud majanduse (hinna)konkurentsivõime endiselt kiirele inflatsioonile vaatamata probleem:** eksport kasvas 1995–2000 kokku 355% (ja oli 2000. aastal 3,6 miljardit eurot), kuid sellegipoolest tekkis alates 1994. aastast püsiv kaubanduspuudujääk (impordi maht oli 2000. aastal 4,4 miljardit eurot). Ka tagantjärele on keeruline täpselt vastata, mis tingis aastail 1996–1997 suure kaubandusdefitsiidi – kas tegu oli vaid majanduse restruktureerimise vajadusest tingitud kapitalikaupade impordiga või ka kapitali sissevoolust tingitud nõudlusega. Ehk kas põhjuseks oli siirdemajanduse loomulik nõudlus või ka kapitali vabast liikumisest tingitud (pakkumispoolne) monetaarne ekspansioon, mida valuutakomitee süsteem ei peata. Tollel ajajärgul kehtisid tõenäoliselt mõlemad põhjused, sest eratarbimine kasvas enne Aasia-Vene kriisi 1995–1996 reaalnäitajates üle 12% aastas.

Tollaste probleemide allikas polnud seega mitte konkurentsivõime, vaid pigem kapitali sissevoolu kõrvalnähud: krooniline jooksevkonto puudujääk ja väga kiire laenukasv. Sellega kaasnes välisvaluutaseaduse tühistamise järel 1994. aastal välisvaluutalaenude esiletõus, kuna krooniressursist laenude rahastamiseks ei piisanud. Kõik see kokku oli krooni varajase täieliku konverteeritavuse üks tagajärgi ja soodustas majanduse kiiret arengut, kuigi tasakaalustamatuse hinnaga.

Tollane majandusareng ei olnud siiski ühtlane (vt joonist 4.3). Perioodi lõpu- poole on näha järske muutusi: majanduskasvu muutumist negatiivseks 1999. aastal ja jooksevkonto defitsiidi vähenemist 1998.–1999. aastal. Sellele lisandus nihe kapitalivoogude struktuuris 1998. aastal, senised mitut tüüpi kapitalivood asendusid otseinvesteeringutega peamiselt finantssektorisse<sup>41</sup>. Need on Aasia-Vene kriisi tagajärjed ja väärivad omaette käsitlust.

Joonis 4.3. Majanduskasv, välisdefitsiit ja eelarvedefitsiit 1995–2000



Sissejuhatuses Aasia-Vene kriisi olgu öeldud, et selle käsitlemine kaksikkriisina ei ole juhus. Tihti meenutatakse seda küll vaid Vene kriisina, kuid see ei ole päris korrektne. Mõlemad kriisid puudutasid Eestit täiesti otseselt<sup>42</sup>. Aasias

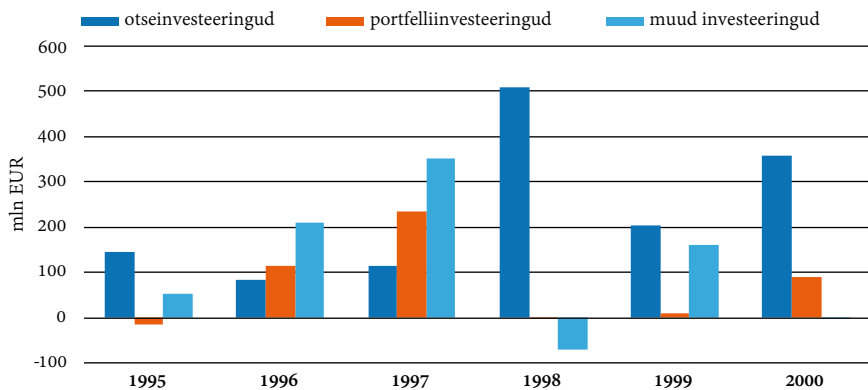
41 Aasia-Vene kriisiga algas pankade minek välisinvestorite kätte. Seetõttu tähendasid 1998.–1999. aasta otseinvesteeringud peamiselt pankade ülesostmist ja suurem osa välisinvesteeringuid läks finantssektorisse. Kriis tähistas ka kapitalivoogude struktuuri laiemat muutust, portfelinvesteeringud lähiaastatel samal tasemel enam ei taastunud ja levima hakkas otselaenamine välisriikidelt, alguses peamiselt kontsernide piires.

42 Eesti ei olnud ainus Euroopa riik, keda Aasia kriis puudutas. Mõnevõrra meeleväldse üldistusena võib märkida, et löögi all olid fikseeritud vahetuskursiga riigid, kelle majanduses oli mullistusi, nt Tšehhi.

olid löögi all peamiselt fikseeritud vahetuskursi poliitikat ajavad riigid. Otseks seoseks Eestiga oli 1997. aasta oktoobrikuu spekulatiivne rünnak Hongkongi dollari kursi vastu, mis kasvas valuutakomitee süsteemi tõttu juba samal nädalal üle rünnakuks ka Eesti krooni vastu (*arrangement contagion*). Seos Venemaa kui Eesti suurima naabriga on ilmne ega vaja lisaselgitusi.

**Majandusteoreetiliselt võib Aasia kriisi käsitleda nominaalse šokina ja Vene kriisi välise nõudlusšokina.** Tegelikuses tähendas see, et Aasia kriis oli Eesti valuutakomitee ülesehitusele ja finantssektorile esimene tuleproov: mil määral valuutakomitee tegelikult kriisiolukorras toimib? Vene kriis aga pani juba proovile pea kogu majanduse, asetades surve alla mitmed majandussektorid ja majanduse üldise kohanemisevõime. Enne kui asume lähemalt uurima mõlemat kriisi ja nende mõju Eestile, tuleb aga sissejuhatuses üle vaadata nendel aastatel toimunud muutused finantssektoris.

Joonis 4.4. Neto kapitalivood 1995–2000



## 4.2. PANGANDUSE KONSOLIDEERUMINE

1992. aasta rahareformile järgnes kohe ulatuslik pangakriis (vt taustinfot 3.2.5), mis tähistas pangandusmaastiku korrastumise algust. Aastal 1994 läks Eesti majandus läbi nullpunkti ja 1995 tähistas esimese kasvuperioodi algust. Samal aastal oli panku alles jäänud 18 (aastal 1992 oli neid olnud 42) ja ilmnnes, et Eesti finantsturg hakkab omandama Mandri-Euroopa omale (nn Saksa-Austria mudelile) tüüpilisi jooni, st hakkab muutuma järjest enam pangakeskseks.

**Pankade erastamise** vaatepunktist oli Eesti muudest siirderiikidest küllaltki erinev, sest **pankade erastamine ei olnud siin väga suur probleem**. Nimelt ei olnud NSV Liidu „vana süsteemi” pangad, kuigi erastatud, pikemas plaanis elujõulised ja kadusid areenilt juba üleminekuperioodi alguses. Seetõttu oli 1995. aastaks riigi osalus vaid 13% kogu pangasüsteemi kapitalist.

1995. aastal oli riigil märkimisväärne osalus kolmes pangas: Põhja-Eesti Pank, Hoiupangas ja Eesti Investeerimispankas. Esimene neist tekkis 1993. aasta märtsis eelmise aasta pangakriisi lahendusena ning sinna koondati Balti Ühispanga ja Põhja-Eesti Aktsiapanga jäägid (vt 3.2.5). Hoiupank kui NSV Liidu-aegne elanike säästude hoidja rekapitalizeeriti 1993. aastaks täielikult (vt taustinfot 3.4) ja muudeti järk-järgult tavaliseks universaalpangaks. Eesti Investeerimispank oli üleminekuajal Eesti Panga, Euroopa Rekonstruktsiooni- ja Arengupanga, Finnfundi ja Swedfundi ühistegevuses loodud spetsiaalpank. Kõik need pangad lõpetasid iseseisva eksistentsi erapankadega liitumise tulemusel ja nii langes riigi osalus pangasüsteemi kapitalis aastaks 2000 peaaegu nullini.

**1995–2000 avaldasid panganduse arengule enim mõju** esiteks majanduse kiire kasv, teiseks turupõhise välisfinantseerimise lisandumine ja piiriülese finantsintegratsiooni algus ning kolmandaks pankade omavaheline liitumine, suund universaalpangapõhisele grupimudelile ja järjest uute finantstoodete tekkimine.

Majanduse kiire kasv oli loomuliku arengu tulemus. See tähendas ühtlasi pankadevahelist tugevat konkurentsi ja soodustas pankade liitumist. Turupõhine välisfinantseerimine sai rohelise tule pärast välisvaluutaseaduse tühistamist 1994. aastal, kui kaotati maksebilansi finantskonto tehingute piirangud. 1995. aasta lõpuks oli välisomanike osatähtsus pankade kapitalis umbes 30%. Esialgu polnud see veel otseselt turupõhine välisomand, vaid hõlmas pigem rahvusvaheliste organisatsioonide (nt Euroopa Rekonstruktsiooni- ja

Arengupanga) osalust (Hoiupank, Investeerimispank). Sellele lisandus mitu algselt väliskapitalil põhinevat väikepanka, mis aga peagi arenilt kadusid.

**Välisfinantseerimise osatähtsus hakkas kiiresti kasvama 1996. aastal**, mil Eesti majanduskeskkonna kasvanud usaldusvärsus välismaiste finantsinstitutsioonide silmis avaldus nii pikaajaliste krediidiinide võimaldamises kui ka strateegilistes investeringutes pankade kapitali. Esmakordselt muutus välisfinantseerimine kodumaise suurenenud laenuõudluse rahuldamise märkimisväärseks allikaks (*Eesti Panga aastaaruanne 1996*). Sellesse aega langeb ka laienemine Eestist väljapoole: 1996. aastal avati esimesed pankade filiaalid Lätis.

**Tolle ajajärgu üks keskseid märksõnu oli kapitali kasvatamine.** Seda suunas ka keskpanga poliitika, millega suurendati järk-järgult pankade omakapitali nõudeid: 1. aprilliks 1995 kerkis miinimumkapitali nõue 15 miljoni kroonini (umbes miljoni euroni), 25 miljoni kroonini 1. aprilliks 1996 ja 35 miljoni kroonini 1. aprilliks 1997 (ca 2,2 miljonit eurot). Peale selle hakkas 1. jaanuaril 1996 kehtima 50 miljoni krooni (ca 3,2 miljoni euro) suurune nõue pankade omakapitali ja reserve kohta (esimese ja teise taseme omavahendid kokku). Kokkuvõttes vähenes pankade arv liitumiste ja likvideerimiste tulemusel 1996. aasta lõpuks 15ni.

Pangad tõid turule **uusi hoiustamis- ja laenuinstrumente** ning Tallinna väärt-paberibörsi tööle hakkamine suurendas **maakleriteenuste osatähtsust pangateenustes**. Samal ajal hakkasid pangad muutuma finantsgruppideks, viies sageli uued tooted tütarfirmadesse. Nii oli pea kõigil suurematel pankadel oma tütarettevõtte liisingu, kindlustuse, maakleriteenuste jm tarvis. Peale tootekeskse arendustöö hakati tähtsustama ka kliendikesksust.

**Pangandussüsteemi konsolideerumine hoogustus veelgi Aasia-Vene kriisi käigus.** Aasia kriisi mõju nõrgestas kogu pangasüsteemi, eriti väikepanku, ning 1998. aastal toimus viimane suurem ühinemise ja restruktureerimise laine. Neli suuremat panka koondusid kaheks suureks kontserniks ja mitu väikesemat panka lõpetasid tegevuse kas pankrotimenetluse (Maapank, ERA pank ja EVEA pank) või riigistamise (Forekspank) tulemusel. Protsess jõudis haripunkti 1999. aastal, mil oli alles jäänud vaid kuus panka ja üks välispanga filiaal. Sellega oli panganduse konsolideerumine lõppenud.



#### **Taustinfo 4.1. Aasia - Vene kriisi mõju panganduse institutsionaalsele arengule** (*Eesti Panga aastaaruanne 1998*)

1998. aastal aset leidnud pangandussektori konsolideerumine tähistas uue etapi algust nii Eesti kui ka kõigi Baltimaade pangandusturu arengus. Samuti iseloomustas see Eesti finantsturgude arengu kooskõllalisust ülemaailmse trendiga, peegeldades üha tihenevat konkurentsi nii panganduses kui ka finantssektoris laiemalt. 1998. aastal süvenenud tegevuskeskkonna karmistumine, osalt ka Vene kriisi mõjul, tõi ühtlasi esile tugevneva konkurentsi tingimustes varem tehtud majanduslikud ja juhtimisalased väärotsused ning põhjustas kolme panga väljalangemise turult.

Pangandusturu korrastumine sai 1998. aastal alguse 1. juulil välja kuulutatud **Eesti Maapanga** (turuosa 3%) **pankrotist**. Pankroti põhjused johtusid Maapanga tegevusprofiilist ja Eesti finantsturgude üldistest suundumustest. Vähendamaks süsteemset riski ning realiseerimaks Eesti Forekspanga (turuosa 5%) ja Eesti Investeerimispanga (4%) ühinemiskava, omandas Eesti Pank 50% Eesti Forekspangale kuulunud Eesti Investeerimispanga aktsiaist ning ostis nominaalväärtusega täiendava aktsiaemissiooni teel suurema osa Eesti Forekspangast. Sellega, et **Eesti Pank omandas 58% osaluse Eesti Investeerimispanga ja Eesti Forekspanga liitumisel moodustunud Optiva Pangas**, sooviti ennetada võimalikku ebastabiilsust Eesti panganduses.

**Hansapanga ja Eesti Hoiupanga ning Eesti Ühispanga ja Tallinna Panga** ühinemise peapõhjus oli karmistunud konkurents. Samas olid esimesel juhul oluliseks teguriks Eesti Hoiupanga üldjuhtimise probleemid, mis väljendusid 1997. aasta aktsiaemissiooni puudutava olulise informatsiooni avalikustamata jätmises tegevjuhtkonna poolt (nn Daiwa afäär). 13. juulil 1998 kinnitas Eesti Pank Hansapanga ja Hoiupanga ühinemise, mille tulemusena tekkinud panga bilansimaht moodustas 46% pangandussüsteemi koondbilansist. Samal päeval kinnitati ka Ühispanga ja Tallinna Panga liitumisleping, mille tulemusena tekkinud krediidasutuse bilansimaht oli juuli lõpu seisuga 34% koondbilansist. Pärast ühinemiste lõpuleviimist kasvas oluliselt Skandinaavia pankade huvi uute moodustunud kontsernide vastu, mis esimeses faasis avaldus Hansapanga aktsiate kokkuostmises Tallinna ja Helsingi börsil. **Lõpptulemusena omandas Swedbank 1998. aastal 56% Hansapangast ja Skandinaviska Enskilda Banken 32% Eesti Ühispangast.**

### 4.3. VALUUTAKOMITEE ERIPÄRAD PANGANDUSES<sup>43</sup>

Panganduse konsolideerumise ajajärku iseloomustasid mitmed kvalitatiivsed muutused. Ilmselt oli esmatähtis muuta pangandus Euroopa standarditele vastavaks. Eestis oli lisaks tegemist kahe eriteemaga, mida kirjeldatakse allpool. Peale selle tutvustatakse lühidalt finantsjärelevalve arengut kuni finantsinspeksiooni loomiseni.

**Need kaks eriteemat** on pankade välisvaluutaposisioonid väikeses avatud majanduses kapitali vaba liikumise tingimustes ja valuutakomitee süsteemi kõrvalmõjud likviidsusjuhtimisele.

**Esiteks** kerkis koos maksebilansi finantskonto piirangute tühistamisele järgnenud kapitali sissevooluga küsimus välisvaluutaposisioonide reguleerimisest, arvestades et valitses pidev kapitalipuudus. Nimelt oli siirderiikide sagedane eripära varasema akumulieeritud kapitali täielik või osaline häving. **Teise teema** muutis aktuaalseks valuutakomitee süsteemi eripära, mis piiras keskpanga laenuandmisvõimalust ja lõi sellega pankadele ellujäämiseks karmimad tingimused, kui need oleksid olnud tavapärase arengu korral. Iga rahasüsteemi kandja on finantssüsteem ja selle tugevusest sõltub kriitilisel määral ka rahasüsteemi edukus. Eesti valuutakomitee sünd langes globaalsesse finants-turgude liberaliseerimise ajastusse, mis osalt seletas ka kapitali liikumise väga kiiret liberaliseerimist (lisaks valuutakomiteele omasele avatusele ja turupõhisusele). Sellises olukorras oli pangandus topeltsurve all – peale selle, et areng oli alles varajases faasis ja kapitali oli vähe, tuli hakata varakult toimima avatud rahvusvahelises keskkonnas.

**Kaaludes välisvaluutaposisioonide piiranguid**, keskenduti peamiselt kahele aspektile. Need olid omavääringu ja ankurvaluuta positsioonide käsitlemine pankade bilanssides valuutakomitee rahapoliitika kontekstis ning täiendava usaldatavusnormatiivi kehtestamine avatud valuutaposisioonile, mis oli rahvusvaheliste standarditega võrreldes erandlik.

**Omavääringu ja ankurvaluuta positsioonide käsitlemisel otsustati 1994. aastal kaotada igasugused piirangud Saksa marga avatud positsioonile**, sest Eesti kroon oli Saksa margaga jäigalt seotud. See pidi toetama fikseeritud vahetuskursi tõhusamat toimimist. Krooni ja ankurvaluuta ühispositsioon kehtis kuni

---

43 Koostaja avaldab tänu Jaak Tõrsile kommentaaride ja oluliste täienduste eest.

euro kasutuselevõtuni, kuigi Euroopa Liidu liikmeks saamisel ELi pangandusdirektiiv ühispositsiooni võimalust ette ei näinud; samas nähti ette aga erisusi nn korreleerivatele ja Euroopa vahetuskursimehhanismiga ühinenud valuutadele<sup>44</sup>. 1998. aastal kehtestati Eesti krooni ja Saksa marga ühispositsioonile samasugune piirang nagu teistele valuutadele: 15% netoomavahenditest. 1999. aastal asendati Saksa mark ühisraha euroga.

**Et ohjeldada pankade välisvaluutariske, kehtestati 1995. aastal netovälisvaluutapositsiooni normatiiv.** Rahvusvahelise järelevalvepraktika kohaselt oli välisvaluutariski arvutamine üks osa kapitali adekvaatsuse arvestusest ning eraldi netovälisvaluutapositsiooni normatiivi kehtestamine oli suhteliselt harv nähtus. Euroopas oli see kasutusel eelkõige siirdemajandusega riikides. Eestis kaotati kahekordne välisvaluutaregulatsioon 2007. aastal seoses üleminekuga Basel II kapitaliadekvaatsuse raamistikule, sest sooviti õiguskeskkonna ühtlustamist Euroopa Liidu direktiividega. Pealegi tekitasid kaks eri meetodikat (eraldi normatiivina ja osana kapitali adekvaatsuse arvestusest) avatud valuutapositsiooni riskide arvestamisel piiriülelset aktiivsetele pankadele probleeme. Kuigi eelnenud aastatel oli üritatud neid vastuolusid siluda eeskirjade täiendamise teel (näiteks Läti ja Leedu erisused), ei vabanetud sellest vastuolust enne netovälisvaluutapositsiooni normatiivi tühistamist.

**Teine peatüki alguses mainitud eriteema puudutab likviidsusjuhtimise eripärasid valuutakomitee süsteemi korral.** Sissejuhatuseks tuleb mainida, et valuutakomitee loogika järgi ei olnud Eestis keskpank kodumaisel rahaturul likviidsuse pakkuja. Põhiline likviidsusjuhtimine toimus valuutaturul keskpanga vahendustegevuse abil ja läbi pankade endi osalemise rahvusvahelistel finantsturgudel; rahaturg Eesti kroonides oli (pea alati) küllaltki piiratud.

Tollaseid arusaamu kirjeldab järgmine tsitaat: „*Valuutakomitee süsteemi põhimõtte kohaselt vastutavad pangandussüsteemi likviidsuse juhtimise eest kommertspangad ise, st turg. Instrumentide puudumise (või nende ebatõhususe) tõttu iseloomustab valuutakomitee süsteemi passiivne ja mittesekkuv rahapoliitika. Endogeenne rahapakkumine on otseselt seotud ülemäärase likviidsuse automaatse „steriliseerimisega”. Ülemäärase likviidsuse steriliseerimine toimub kommertspankade välisvarade suurendamise kaudu. Teisisõnu, pangad suurendavad tavaliselt oma välisvarasid, kui puudub (pankadele vastuvõetav)*

---

44 Mitme aasta vältel üritati küll leida Euroopa Komisjoniga ühist arusaama nende sätete tõlgendamises ja ajakohastamises, kuid Eestis võeti euro kasutusele enne, kui uuendatud eeskirjad kehtima hakkasid.

*nõudlus nende kodumaiste varade järele. Võimalik on ka vastupidine protsess, st pangad suurendavad oma kodumaiseid varasid välisvarade vähendamise teel” (Sepp ja Randveer 2002).<sup>45</sup>*

Selline kirjeldus vastab hästi 1990ndatel toimunule ning selle eelduseks olid kohalikus omandis olevad pangad ja stabiilne olukord turgudel. Niisugune skeem toimis edukalt kuni Aasia-Vene kriisini. Kriisiaegadel valitsevad siirdemajandusega väikeriikides pigem välisturgudelt lähtuvad hoiakud, mis tähendab üldjuhul kapitalivoogude peatumist (*sudden stop*) või halvemal juhul ka kapitali väljavoolu, varjutades või peatades kohaliku tähtsusega turupõhised likviidsusjuhtimise kanalid kuni olukorra stabiliseerumiseni. Hilisemal ajal ehk valdavalt väliskapitalile kuuluvate pankade ajastul 2000ndatel tulid asemele välismaiste ema- ja kohalike tütarpankade omavahelised likviidsustehingud.

Siin jutuks olnud „iseeneslik steriliseerimine” (*self-imposed sterilization*) täiendas 1990ndatel küll likviidsuse vahendamist keskpanga kaudu, kuid vaid piiratud määral. Tõeliselt tõhus võiks selline protsess olla vaid väga suurel ja likviidsel turul, nagu näiteks Hongkongis. Kuid sel juhul lahendab juba turu suurus ise mitmed probleemid.

Sellise valuutakomitee eripära mõju **väikese avatud majanduse** kogu rahapakkumisele pole väga suur. Rahapakkumine sõltub – vähemalt Eesti valuutakomitee kogemuse põhjal – peamiselt riigi majanduse põhinäitajatest ja üldisest olukorrast selle lähipiirkonnas. Seepärast oligi see seik oluline pigem likviidsusjuhtimise seisukohast.

**Lõpetuseks lühidalt finantsjärelevalve arengust ja hoiusekindlustusest.** Pangajärelevalve alustas keskpanga koosseisus detsembris 1991, kindlustusinspektsioon jaanuaris 1993 ja väärtpaberijärelevalve jaanuaris 1994, viimane iseseisva ametina küll alles alates 1996. aastast. Eesti pankade kiire muutu-

---

<sup>45</sup> Samalaadse väite on esitanud Hanke ja Schuler (1994, 2000): „Valuutakomitee iseloomuliku automaatse rahapakkumise mehhanismi peamine mõte on see, et rahapakkumise kasvu määravad ja piiravad turujõud. Kuni on [või eeldatakse, et on] kasumlikum investeerida vahendeid pigem valuutakomitee riigis kui mujal, suurendavad valuutakomitee süsteemi kommerts-pangad tavaliselt oma laenumahtu. Nad saavad seda teha välisinvesteeringute toel, sest need toovad valuutakomitee süsteemi välisvaluuta lisareserve. Lõpuks suurendavad valuutakomitee süsteemi kommerts-pangad oma laenumahtu piirini, kust edasine laenamine muutuks vähem kasumlikuks kui vahendite investeerimine välismaal. Sellest punktist valuutakomitee süsteemi kommerts-pankade laenupakkumise maht enam ei muutu ja rahapakkumise kasv peatub.”

mine finantskontsernideks ja eelmainitud kiire rahvusvahelistumine mõjutas ka järelevalve arengut. Olulise tõuke andis 1997. ja 1998. aasta Aasia-Vene kriis – ühendatud finantsjärelevalve juured peituvadki selle kriisi järgses perioodis. Mõlemad rahvusvahelised kriisid puudutasid ka Eesti finantssektorit. Sealjuures esimesega neist kattus kohalik kriis, mille vallandas aktsiaturu kiirele hinnakasvule järgnenud veelgi kiirem hinnalangus. Seetõttu kannatasid pankade ja kindlustusseltside finantstulemused ja mitmed neist pankrotistusid 1998. aastal. Need sündmused andsid valusa õppetunni ja tekkis vajadus seniste järelevalveasutuste tihedama koostöö järele. Kokkuvõttes viis see ühendatud finantsjärelevalve loomiseni 2002. aastal.

**Hoiusekindlustus tänapäevases mõttes** tekkis sajandivahetusel, Hoiuste Tagamise Fondi (HTF) seadus hakkas kehtima 1. oktoobril 1999. NSV Liidu aegne Hoiupank oli 1993. aastal täielikult restruktureeritud ja esimestel rahareformijärgsetel aastatel oli tegemist nn kahese süsteemiga, kus hoiused olid kaitsitud vaid Hoiupangas, mujal mitte. Kuid ka Hoiupangas oli tegu vaid hoiuste tagamisega kõrgendatud kohustusliku kapitalinormatiivi kaudu ehk kaudse kaitsega, mitte hoiusekindlustusega selle sõna praeguses mõttes. Seda kapitalinõuet alandati järk-järgult, Hoiupank liideti 1998. aastal Hansapangaga ja vahepealsel ajal hoiuste kaitse puudus. Seetõttu ei saa hoiusekindlustusest selle sõna täpses tähenduses rääkida enne 2000. aastat.

## 4.4. VÄÄRTPABERITURU TEKE JA TALLINNA BÖRS

*Hilma Naaber*

### 4.4.1. Turu embrüonaalne seisund 1990–1993

**Ressursipuudus majanduses.** 1990ndate alguse kriitiline olukord majanduses sundis ettevõtteid otsima arengu tagamiseks lisaressursse. Üks võimalus tärkava panganduse kõrval oli väärtpaberite avalik müük, mis oli tollal veel reguleerimata tegevus. Kohe pärast iseseisvuse taastamist, 1991. aastal olid emitentideks suures kapitalivajaduses (vastasutatud) pangad, kes pakkusid väga kõrget dividendimäära, ja mõni üksik tööstusettevõtte.

**1992. aasta rahareformi järel lõppes välisvaluutas nomineeritud instrumentide kasutamine siseturul<sup>46</sup>;** ühtlasi kehtestati konservatiivne rahanduspoliitika riigieelarve tasakaalu kaudu. 1993. aasta oli Eesti iseseisvuse taastamise järel esimene aasta, mil 1990ndate alguses alanud siirdeskriis hakkas taanduma, ning riigi majanduspoliitika aluseks oli juba sõltumatu rahasüsteem. Riigi majanduse seisukohast oli nüüd iseäranis oluline arendada kapitali- ja rahaturgu, et leida ressursse reformide rahastamiseks.

**Seetõttu oli tekkimas soodne keskkond aktsia- ja võlakirjaturu arenguks.** Eeldati, et nende koosmõju toob ka usalduse välisinvestorite silmis. Väärtpaberiturug oli tol ajal mitmekesisem kui praegu, muu hulgas olid tollasel turul esindatud ka riigi väärtpaberid. Neid oli avalikus ringluses vähe, kuid ära võib märkida 10% kupongiga valitsuse võlakirjad, mille abil rekapitalizeeriti esimese pangakriisi tagajärgede likvideerimisel tekkinud Põhja-Eesti Pank (19,2 miljonit eurot), ja Eesti Panga laenusertifikaadid alates 1993. aastast, kuid need olid suunatud vaid pankadele (maht 3,8–7,7 miljonit eurot).

Üldise investeerimisalase harituse ja teadmiste jätkuv suurenemine võimaldas avada esimese välismaistesse väärtpaberitesse investeeriva fondi (Scan-Am fond, maht ligikaudu 0,2 miljonit eurot). Samuti avanes võimalus investeerida kohalike pankade vahendusel välismaistesse fondidesse (Scandia Sicav). Inves-

---

46 Esimesed väikese riskiga instrumendid olid dollarivõlakirjad – vabariigi valitsuse 10%lised siselaenu sertifikaadid. Viieaastase tähtajaga nimelised väärtpaberid olid nominaalidega 100, 500, 1000 ja 5000 USA dollarit, neid väljastati kümne miljoni dollari eest. NSV Liidu lagunemise aegne Eesti majandus oli tugevalt dollariseerunud. Pärast rahareformi loobuti välisvaluutas nomineeritud sertifikaatidest; neid realiseeriti veidi üle 85 000 USA dollari väärtuses.

teerimisfondide väärtpaberid olid tol ajal küllaltki atraktiivsed, sest need olid piisavalt likviidsed; makstavad intressid olid märksa suuremad kui tollaste pankade deposiidiintressid. Vaatamata mitmekesisusele oli väärtpaberituru maht 1993. aastal ikkagi vaid umbes neli miljonit eurot. Võrdluseks, tollane pangandusturu maht oli laenujäägi järgi 163 miljonit eurot.

**Omandireform väärtpaberituru käivitajana.** Väärtpaberituru arengu seisukohast oli suur tähtsus omandireformil, mille eesmärk oli korraldada ümber omandisuhted, tagada vaba ettevõtetus ja luua eeldused turumajanduse arenguks. **Et anda nii era- kui ka juriidilistele isikutele võimalus paigutada erastamisest saadud vahendeid, asutas valitsus Hüvitusfondi.** Hüvitusfond oli küllaltki uniikaalne ettevõtmine, sest selle võlakirjadel oli Hüvitusfondi kui riikliku organisatsiooni garantii ja investeerijad said kasutada rahvakapitali obligatsioone<sup>47</sup>.

Vaatamata sellele, et Hüvitusfondil oli põhikirja alusel õigus osta aktsiaid ja/või võlakirju, tegeles fond alguses vaid rahapaigutusega pangadeposiitidesse. See näitas, et majandusele määrava tähtsusega suurettevõtete erastamine osutus arvatust keerukamaks. Aastatel 1991–1993 sõlmiti vaid 61 erastamislepingut koguväärtusega 24,3 miljonit eurot. Takistuseks sai nii väärtpaberituru reguleerimatus kui ka asjaolu, et puudus programm erastamiseks aktsiate avaliku müügi kaudu.

Välisinvestorite kaasamine eeldas samuti reguleeritud väärtpaberiturgu, eelkõige asjakohaste õigusaktide vastuvõtmist ja rakendamist. Et võimalusi erastamisväärtpaberite paigutamiseks eriti polnud, kuid investeerimissoov oli, kasutasid seda olukorda investeerimisfondid, pakkudes mitmesuguseid investeerimisvõimalusi. Väärtpaberiturule tulid üha uued fondid ja 1994. aasta lõpuks oli investeerimisfondide portfelli kogumaht juba üle viie miljoni euro. Kõik oli turgu reguleerivate eeskirjade ootel.

#### **4.4.2. Väärtpaberituru esmane reguleerimine ja turu areng 1994–1995**

Väärtpaberituru esmase reguleerimise eesmärk oli luua struktuurid, mis tagaksid väärtpaberituru ladusa toimimise, avalikustada võimalikult palju teavet väärtpaberite ja nende emitentide kohta ning kehtestada meetmed

---

47 Rahvakapitali obligatsioon oli spetsiaalne siirdemajanduse erastamisväärtpaber, mida emiteeriti tööstaaži järgi ja mille kasutusala oli peamiselt elamispinna erastamine; ülejäägid noteeriti hiljem väärtpaberiturul.

investorite kaitseks. Järgiti põhimõtet, mille kohaselt väärtpaberiturualane õigusloome areneb väärtpaberituru arenedes, mitte vastupidi.

**Väärtpaberituru seadusega, mis võeti vastu 14. juunil 1993, sätestati raamistik turu arendamiseks ja järelevalveks.** Seadusest tulenevalt moodustas valitsus 22. oktoobril 1993 riigi väärtpaberiameti (rahandusministri haldusalas), mis 1996. aastal reorganiseeriti väärtpaberiinspektsiooniks. Järelevalvestruktuuri loomine oli vajalik, sest ainult isereguleerimise ja seaduste kaudu ei toimiks väärtpaberiturg tõhusalt ega oleks usaldusväärne. Väärtpaberijärelevalve rakendumisega 1994. aastal alustati turu kutseliste osaliste litsentsimist – väärtpaberispetsialisti kvalifikatsiooni andmist. Tehti algust ka väärtpaberituru statistika kogumisega. Väärtpaberituru seaduse ettevalmistamisel oli järelevalve halduse küsimus põhjaliku arutluse all, kuid eraldiseisva ja sõltumatu riikliku struktuuri moodustamine ei osutunud siiski võimalikuks. Kuna Eestis polnud väärtpaberituru seaduse rakendumise ajal piisaval hulgal väärtpaberituru kutselisi osalisi, jäi väärtpaberiameti rahastamine esialgu ainult riigieelarve kanda.

**Eesti väärtpaberite keskdepositoorium.** Ühelt poolt väärtpaberituru kiire areng ja teisalt ühelt majandussüsteemilt teisele üleminek ajendas kiiresti tegutsema, et rakendada väärtpaberituru põhiline infrastruktuur: keskregister ja börs.

**16. veebruaril 1994 asutasid Rahandusministeerium, Eesti Pank, Hüvitusfond ja seitse kommertsbanka aktsiaseltsi Eesti Väärtpaberite Keskdepositoorium.** Asutamisel kuulus seega osa aktsiakapitalist riigile (Rahandusministeerium, Eesti Pank, Hüvitusfond, Põhja-Eesti Pank) ja osa pankadele. Selline aktsiakapitali kooslus, kus väärtpaberituru infrastruktuuri suunas vahendeid ka riik, oli suhteliselt ainulaadne. Eesti oludes oli see tol ajal ainuvõimalik, sest väärtpaberituruosalistel endil polnud piisavalt vabu vahendeid, mida loodava äriühingu aktsiakapitali paigutada. Samas aitas riik oma osalusega kaasa väärtpaberituru arendamisele ja suurendas ka selle usaldusväarsust kõigi investorite silmis.

ASi Eesti Väärtpaberite Keskdepositoorium põhiülesanne oli Eesti väärtpaberite keskregistri pidamine, sh dematerialiseeritud kujul väärtpaberite hoiustamine ja teenindamine. Väärtpabereid hakati võtma arvele elektroonilistel kontodel, kus väärtpaberite omanike vahetus toimub lihtsa krediteerimise või debiteerimise teel. See suurendas tehingute tõhusust ja vähendas riske. Keskdepositooriumi rakendumine viis turujärelevalve uuele tasemele, sest kõik



Eestis emiteeritud ja käibivad väärtpaberid tuli registreerida väärtpaberite keskdepositooriumi peetavas Eesti väärtpaberite keskregistris.

Eelnimetatud väärtpaberituru infrastruktuuriüksusega loodi võimalused elektrooniliste väärtpaberite turu tekkeks. See oli ka põhjus, miks Eestis jäi paberikandjal väärtpaberitega kauplemise maht väikeseks. Samal ajal kui arenenud väärtpaberiturgudega riigid alles tegelesid paberikandjal väärtpaberite dematerialiseerimise küsimusega, alustati Eestis juba dematerialiseeritud väärtpaberite kaubandust.

Uued võimalused tekkisid väärtpaberituru seaduse rakendumisel 1993. aasta sügisel. Samuti **kinnitas vabariigi valitsus 25. augustil 1994 erastatavate ettevõtete aktsiate avaliku müügi korra ning sama aasta novembris kinnitas Eesti Erastamisagentuur nende erastatavate ettevõtete nimekirja**, kelle vähemusaktsiad müüdi avaliku emissiooni teel. Tasub tähele panna, et suurettevõtete erastamisel järgis Eesti põhiliselt Ida-Saksamaa nn Treuhandi mudelit, mis tähendas erastamist tuumikinvestori(te)le reaalse raha eest. Seetõttu piirdus nn vautšerprivatiseerimine Eestis eluruumide ja elamumaaga, **kuid sellele lisandusid ka mõnede erastatavate ettevõtete vähemusaktsiad.**

Eraisikule oli väärtpaberite omandamise põhiliseks motiiviks suur tulusus (investeeringufondide tasuvus oli 1994. aastal 25–51%) ja suurema hulga aktsiate omandamise korral võimalus osaleda äriühingu juhtimises. Selline olukord aga ei muutnud siiski väärtpaberit kui investeerimise vormi veel enamikule Eesti inimestele ja ettevõtetele huvipakkuvaks.

**Uue nähtusena lisandusid turule munitsipaalvõlakirjad**, mis saavutasid kohe arvestatava populaarsuse. Võlakirjade emiteerimise eelis oli see, et emissiooni läbiviija oli üldjuhul erakapitalil põhinev finantsasutus, kes esmalt selgitas välja emitendi tõepärase maksevõime. Samas oli võlakirjade järele nõudlust, sest nendega kaasnev risk oli tunduvalt väikesem kui äriühingute väärtpaberitel. Põhiliselt olid lühiajalised munitsipaalvõlakirjad seotud kindlate projektide rahastamisega (linna veemajandus, teede ja tänavate remont jms). Munitsipaalvõlakirjade turg andis omavalitsustele ühelt poolt võimaluse oma tulubaasi laiendada, kuid teisalt osutas selle õigusraamistiku täiustamise vajadusele.

**Väärtpaberite keskregistri tööle hakkamisega** loodi võimalused elektrooniliste väärtpaberite turu tekkeks. Kuni 1994. aasta lõpuni organiseerisid enamiku tehinguid emitendid ise, st kommertspangad ja maaklerifirmad esmasturul.

Kui varem emiteerisid aktsiaid eelkõige pangad, siis 1995. aastal registreeritud emissioonidest oli pangaaktsiatega seotud vaid viiendik. Tolle aja aktsiaemissioone võib põhjuste järgi jaotada kahte rühma: arenguks lisakapitali vajavad ettevõtted ja erastatavad ettevõtted.

**Aktsiaturgu tervikuna iseloomustas pangakesksus**, suurima käibega olid pankade aktsiad. Üldjuhul pankade aktsiate uusemissioone vabalt turul ei müüdnud, levinud olid aktsiaemissioonid õiguste pakkumise kujul (aktsiate märkimise võimalus oli ainult aktsionäridel).

**Esimesed järelturukõlblikud väärtpaberid** tulid turule 1995. aastal. Kui pangandusturul ilmnisid juba liitumistendentsid ja algas väliskapitali sissetung, siis väärtpaberituru see veel palju ei puudutanud.

Aktsiaturu tempokas areng võimaldas Eesti väärtpaberite keskdepositooriumil 1995. aasta juulis alustada aktsiaindeksi arvutamist. Indeksisse pääsesid aktsiad siis, kui keskdepositooriumis oli nendega registreeritud kolme kuu jooksul vähemalt 15 tehingut ja käive ulatus 1%ni aktsiate turuväärtusest. Aktsiaindeks alustas 92,35 punktist ja jõudis aasta lõpuks 140,07 punktini, mis tähendas 51,7% kasvu. Võlakirjaturu arengut vedasid eelkõige kohalike omavalitsuste võlakirjad.

**1995. aasta oli turu korrastamise seisukohast olulise ajajärgu lõpp**, sest väärtpaberiturul toimuv sai õiguslikud raamid, järelevalvet tegi väärtpaberiamet ning emiteeritud ja käibivad väärtpaberid tuli keskregistris registreerida. Tõsi küll, esimestel aastatel kuulusid registreerimisele vaid dematerialiseeritud väärtpaberid.

#### **4.4.3. Tallinna börsi loomine**

19. aprillil 1995. aastal asutasid 23 finantsorganisatsiooni – kümme pank, kümme fondihalduri- ja maaklerifirmat ning kolm riiklikku institutsiooni (Eesti Pank, Rahandusministeerium ja Hüvitusfond) – Tallinna väärtpaberibörsi aktsiakapitaliga 0,147 miljonit eurot. Börsi asutamise eeldusteks olid töötav Eesti väärtpaberite keskregister ja esimeste järelturukõlblike väärtpaberite tulek väärtpaberiturule.

Nagu keskdepositooriumi puhul, osales riik ka börsi asutamisel – eelkõige börsi usaldusväarsuse tagamiseks nii Eesti kui ka välisinvestorite silmis. Tallinna väärtpaberibörsi asutamisel lepiti kokku, et organisatsiooni arengu-

kontseptsioon, ärireeglid, väärtpaberite noteerimise nõuded, emissiooniprojektile esitatavad nõuded, nõuded börsi liikmesfirmadele ja veel mitmed börsi rakendamiseks vajalikud juhised peavad olema valmis 1996. aasta mais. Samuti otsustati, et börs peab vastama Euroopa Liidu standarditele.

Loodava börsi eesmärgid olid dematerialiseeritud väärtpaberite kauplemise korraldamine; kauplemis-, arveldus- ja infosüsteemide kindluse ja efektiivsuse tagamine ning usaldusväärse info edastamine börsil kaubeldavate väärtpaberite kohta.

Börsi ettevalmistamine toimus koostöös konsultatsioonfirmaga Ernst & Young, kelle valis välja börsi juhatus kohaliku *know-how*-fondi korraldatud konkursi põhjal Londonis<sup>48</sup>. Põhimõtteliselt samamoodi, valitsustele ja välisabile tuginedes toimus ka teiste Kesk- ja Ida-Euroopa riikide börside asutamine. Tallinna väärtpaberibörsi avamisel 31. mail 1996. aastal noteeriti viie panga aktsiad ja Hüvitusfondi obligatsioonid. Väärtpaberibörsil kaubeldavate aktsiate hindade kajastamiseks alustati 3. juunil 1996 börsiindeksi TALSE (*Tallinn Stock Exchange*) arvutamist.

**Kuna Tallinna väärtpaberibörsi reglement töötati välja Euroopa direktiivide alusel**, vastasid börsil noteeritavatele ettevõtetele esitatud nõuded arenenud riikide väärtpaberituru nõuete tasemele. Teiselt poolt oli tähtis roll ka kauplemismudelil – turutegija süsteemil. Seega olid ranged noteerimisnõuded ja turutegija kauplemismudel üks Eesti väärtpaberibörsi edu alustest. See oli ka üks põhjus, miks välisinvesteeriijate osatähtsus väärtpaberituru käibest moodustas pärast Tallinna väärtpaberibörsi nelja töökuud ligi 30% ja aasta lõpuks 40%.

**Tallinna börs oli üks esimesi täielikult elektroonseid ja detsentraliseeritud süsteeme Ida-Euroopas**, st ei olnud kesksel kauplemiskohta, maaklerid istusid arvutite taga. Samuti oli börs maailmas esirinnas sellega, et kauplemishinnad olid internetis kõikidele kättesaadavad – tol ajal oli see väga uudne. Üks turu eeliseid oli väga tõhus väärtpaberite arveldus- ja haldamissüsteem. Väärtpaberite keskodepositoorium oli integreeritud börsiga ja rahvusvahelistele nõuetele vastav väärtpaberite haldamise teenus pankades oli välisinvestorite kaasamisel kriitiline tegur. Turg oli tol ajal üks Kesk- ja Ida-Euroopa likviidsemaid, selle põhjuseks oli läbipaistvus ja turuosaliste aktiivsus.

---

48 Ühtlasi võeti Tallinna väärtpaberibörsi ametliku logona taas kasutusele 1872. aastal asutatud Tallinna Börsi (Revali Fondibörsi) embleem.

**Kogu turg toimis tol ajal lepingute baasil, st turgu reguleeris börsi reglement.** Alles selle põhjal töötati hiljem välja nüüdisaegne väärtpaberituru seadus. See aitas hoida turgu paindlikuna ning samas võimaldas seadusel toetada, mitte piirata turu arengut. Börsi olemasolu oli eeldus erastamisväärtpaberite (EVPde) kasutamiseks erastamisel. Sealt tuli ka enamik noteeritud ettevõteteid, mis ei olnud pangad. EVPde eest erastamine aitas aga kaasa laiapõhjalise investorite baasi tekkele. Samas ei olnud see nii killustatud kui muudes siirderiikides, kus ettevõtted erastati põhiliselt vautšerite eest<sup>49</sup>. Tallinna väärtpaberibörs suutis kohe luua väärtpaberitega kauplemiseks usaldusväärse reguleeritud keskkonna ja äriühingud huvitusid oma aktsiate noteerimisest börsil.

### ***Kirjandus***

Eesti Panga aastaaruanne (1996). Tallinn.

Eesti Panga aastaaruanne (1998). Tallinn.

Eesti Vabariigi majanduslikust seisundist ja riigieelarve täitmisest 1996. aastal (1997). Tallinn: Rahandusministeerium, märts.

Eesti väärtpaberiturg 1995. aastal (1997). Securities Market of Estonia: Yearbook. Tallinn: Rahandusministeerium.

Ettekanne (1994) Eesti Vabariigi majanduslikust seisundist ja riigieelarve täitmisest 1993. aastal. Tallinn: Rahandusministeerium, veebruar.

Ettekanne (1995) Eesti Vabariigi majanduslikust seisundist ja riigieelarve täitmisest 1994. aastal. Tallinn: Rahandusministeerium, veebruar.

Ettekanne (1996) Eesti Vabariigi majanduslikust seisundist ja riigieelarve täitmisest 1995. aastal. Tallinn: Rahandusministeerium, veebruar.

Fisher, S. (1997). Moderate Inflation and the Problems Connected With It. *Five Years of Estonian Kroon*. Tallinn.

Hanke, S. H., Schuler, K. (1994). Currency Boards for Developing Countries: A Handbook. San Francisco: ICS Press.

Hinnosaar, M., Kaadu, H., Uusküla, L. (2005). Estimating the Equilibrium Exchange Rate of the Estonian Kroon. Working Papers of Eesti Pank, 2.

---

49 Eesti eripäraks oli asjaolu, et Treuhandi mudeli kohase reaalse raha eest erastamise tulemusel ei tekkinud börsile „surnud hingi” ehk Kesk- ja Ida-Euroopa riikides levinud vautšerprivatiseerimise tagajärjel küll börsil noteeritud, kuid segase ja killustatud omanikeringiga ettevõtteid, mille lõplik omanike struktuur selgus alles palju hiljem.

Majanduse ülevaade 1997. aastal (1998). Tallinn: Rahandusministeerium, märts.

Naaber, H. (1996). Väärtpaberiturg reguleerub. -*Eesti Välismajanduse Teataja*, 5.

Naaber, H. (2000). Maagiline väärtpaberibörs. -*Eesti Majanduse Teataja*, 4.

Sepp, U., Randveer, M. (2002). Aspects of the Sustainability of Estonian Currency Board Arrangement. Working Papers of Eesti Pank, 5.

## 5. AASIA-VENE KRIIS JA 1990NDATE LÕPP

*Ilmar Lepik*

### 5.1. KAKSIKKRIIS JA SELLE EELLUGU

Aasia kriisi all mõistetakse 1997. ja 1998. aastal suurt osa Aasiast haaranud finantskriisi. See algas Taist ning levis sealt edasi, peamised ohvrid olid veel Lõuna-Korea ja Indoneesia (kus kriisi käigus pakuti ühe lahendusena ka üleminekut valuutakomiteele). Veel puudutas kriis Hongkongi, Malaisiat ja Filipiine; teisi riike vähemal määral, peamiselt välisnõudluse languse kaudu.

Eri allikates on Aasia kriisi käsitletud üsna erinevalt. Seda on kirjeldanud näiteks Stanley Fisher IMFi vaate esindajana *Fisher (1998)* ja Robert Wade (*Wade ja Veneroso 1998*). Viimane käsitleb kriisi laiemalt ja rohkemate ohvritega, kelle hulka arvab näiteks veel Brasiilia, Venemaa, Austraalia, Uus-Meremaa ja ka Eesti. Kriisi põhjusi on loetletud palju: juhtimisprobleemid finantssektoris, nõrk järelevalve, hinnamullid erinevate varade turgudel, moraalirisk, finantsturgude liberaliseerimise mõju, ebaadekvaatselt fikseeritud vahetuskursid, asümmeetriline informatsioon jne (nt *Krugman 1998, Mishkin 1999*). Valuutakriisi käsitletakse sageli kui tagajärgi, kuid on ka vastupidiseid väiteid; sellest lähemalt allpool.

Laiemas plaanis jagunevad autorid kriisi põhjusi analüüsid kahte rühma: esimene soovib eristada arenevaid turge arenenud riikidest nõrgemate institutsioonide tõttu, teine loeb kriisi põhjusteks olemuslikult ebastabiilseid finantsturge ja väidab, et tegu oli likviidsuskriisi(de)ga, mitte maksejõuetusega. Lahkarvamused väljenduvad vastuses küsimusele, kas kriisi põhjustasid põhjanevad probleemid kriisiriikide finantssektoris või finantsturud ise.

Tagantjärele tuleb märkida, et enamikus Aasia kriisiriikides oli USA dollari suhtes fikseeritud vahetuskurs. Seda seost kõigutas kriis küll märkimisväärselt, kuid selle olemus täielikult ei muutunud, st otsene seotus dollari kursiga asendus hiljem selle kursi järgimisega (*shadowing*), v.a mõned fikseeritud kursi juurde jäänud riigid, nt Hiina ja Hongkong. Kriisi otsesed tagajärjed oli aktsiaturgude kollaps, nõrgenenud vääringud ja kiire eravõla kasv.

Kriisi tagajärjel tõusis ASEANi riikide<sup>50</sup> välisvõla suhe SKPsse 100%lt 167%le, kriisi haripunktis isegi 180%le. Kriis saabus vaatamata sellele, et piirkonna

---

50 ASEANi riikide hulka kuulusid algselt Filipiinid, Tai, Singapur, Indoneesia ja Malaisia (1967). Hiljem lisandusid Brunei ning Indo-Hiina riigid: Vietnam, Kambodža, Laos, Myanmar.

riikide eelarvepoliitika oli suhteliselt distsiplineeritud. Kriisiprogrammid läksid IMFi maksma umbes 40 miljardit USA dollarit, seades esimest korda küsimärgi alla IMFi ressursside piisavuse potentsiaalselt kogu maailma haarava kriisi tingimustes. Kriis taandus 1999. aastal.

**Vene finantskriisi** all mõistetakse Vene rubla järsku devalveerumist 1998. aasta augustis ja sellele järgnenud sündmusi. Kriisi põhjustas rubla põhjendamatult kõrge fikseeritud vahetuskurs, tootlikkuse vähenemine ja krooniline eelarvepuudujääk. Otsese tõuke andsid kaks välisšokki: Aasia finantskriis ja sellele järgnenud suur langus toormeturgudel, eriti metallide ja nafta hinna langus. Järgnenud majanduslikus kaoses likvideerisid välisinvestorid suurema osa oma tollastest positsioonidest Venemaal.

**Vahetuskursipoliitikasse ja seda valdkonda puudutavasse rahapoliitilise diskussiooni töid 1990ndate lõpu kriisid kaks uuemat lähenemist:**

- hoogustus ujuva vahetuskursi võidukäik ning üldine suhtumine fikseeritud vahetuskursi muutus tunduvalt negatiivsemaks; poolehoidu säilitasid vaid sellised äärmuslikumad lahendused nagu Hongkongi ja Eesti valuutakomitee – ingliskeelses akadeemilises kirjanduses hakati nende kohta kasutama väljendit *corner solutions*;
- Aasia kriisi peetakse esimeseks kolmanda põlvkonna valuutakriisiks, mida iseloomustas varem vähetähtsaks peetud finantsturgude nakatumine; sellest alates on turgude globaalse nakatumise küsimus pidevalt arutelu all olnud.

**Aasia kriis ja Eesti.** Aasia kriisile eelnenud ajal kasvas Eesti majandus nominaalselt väga kiiresti, ka reaalnäitajates kiirenes kasv 1997. aastaks üle 10% (11,7%). Tegemist oli majanduse siirdekriisist väljumisega, mis teises peagi esimeseks majandusbuumiks<sup>51</sup>.

Üleminek tõhusalt toimivasse turumajandusse oli siiski vaid osaline, majanduse restruktureerimine polnud veel lõppenud. Üks selle ilming oli näiteks varjatud tööpuudus: osa ettevõteteid hoidis tööjõudu igaks juhuks, kuni olukorra selginemiseni. Samuti ei saa öelda, nagu oleks esimene buum olnud kõikehõlmav, sest selleks ajaks ei olnud tegevus kinnisvaraturul erasikute vähesel laenukõlblikkuse tõttu veel tõeliselt hoogu sisse saanud ja ka väärtpaberiturul osales aktiivselt vaid väike osa (jõukamast) elanikkonnast.

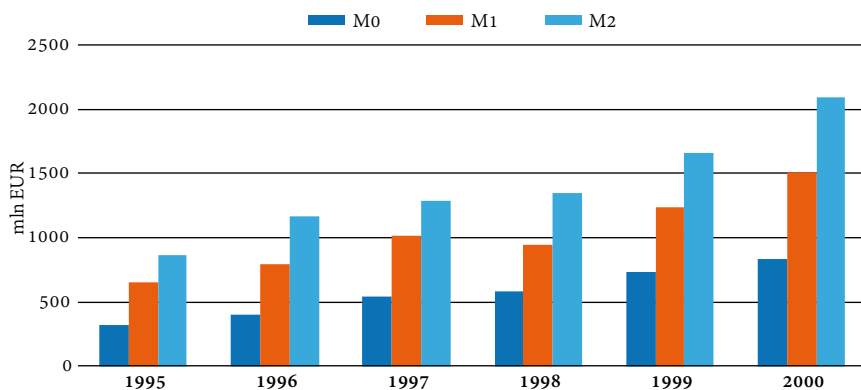
---

51 Majanduse ülekuumenemist ei ole käsitletud potentsiaali ületava kasvu tähenduses arvuliselt, sest väikeste avatud siirdemajandusega riikide kasvupotentsiaali hindamine on lühikese ajalooga ja volatiilse arengu tõttu äärmiselt keeruline. Mitte ühegi analüüsi järgi ei ole aga Eesti potentsiaalne kasv kunagi olnud 10%, hinnangud on olnud maksimaalselt 7–8% piirimal.

Vaatlejate pilku hāgustas ka see, et aastased nominaalkasvud olid vāga suured – perioodil 1995–2000 oli SKP keskmine nominaalkasv 21%. Sellises keskkonnas oli tārkvaa buumi eristamine normaalsest arengust mōnevōrra keeruline. Tundemārgid, mis viitasid selgelt buumile, avaldusid peamiselt vālissektoris ja finantssektoris: jooksevkonto puudujāak ūletas 1997. aastal 10% SKPst, aastane laenukasv oli ligi 80% ja bōrsiindeks kasvas aasta algusest kuni mulli lōhkemiseni ca 250%. Taustaks olgu mārgitud, et Eesti krooni rahapakkumine M2 kasvas aastatel 1995–2000 ca 2,5 korda ja laenukasv, peamiselt vālisvaluutas, oli ligi viiekordne. See andis mārku tugevast vāliskapitali sissevoolust, mis omakorda peegeldus jooksevkonto puudujāāgis.

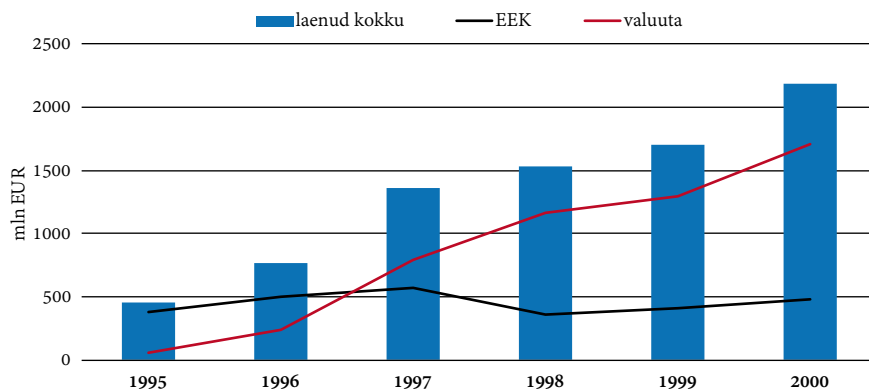
Kokkuvōttes kuumenes majandus ūle. Ūlekuumenemine vāljendus vāga kiires laenukasvus (eriti vālisvaluutalaenude kasvus) ja varade inflatsioonis (aktsiabōrs), mis mōneti paradoksaalsel moel leidis aset stabiilselt aeglustuva, ankurvaluuta inflatsioonile lāheneva tarbijahinnakasvu taustal. Selline nāitajate kombinatsioon raskendas tollal toimunu adekvaatset mōistmist.

Joonis 5.1. Rahapakkumine 1995–2000





Joonis.5.2. Laenuid: välisvaluutas ja kroonides



**Aasia kriis kui nominaalne šokk.** Aasia kriisi mõju Eestile kui Aasiast kaugele piirkonnale tulenes ainuüksi finantskanalist, kaubandussuhted Aasiaga olid tollal minimaalsed. Seetõttu avaldas Aasia kriis mõju eelkõige kohalike raha- ja aktsiaturule (vt jooniseid 5.3 ja 5.4) kapitalivoogude peatumise ja lühiajalise pöördumise kaudu (vt joonist 4.1) koos rahapakkumise kasvu peatumisega 1998. aastal. Aasia kriis oli ühtlasi valuutakomitee süsteemi esimene proovikivi. Vaatamata eelnevate sellelaadsete kogemuste puudumisele reageeris rahasüsteem ootuspäraselt.

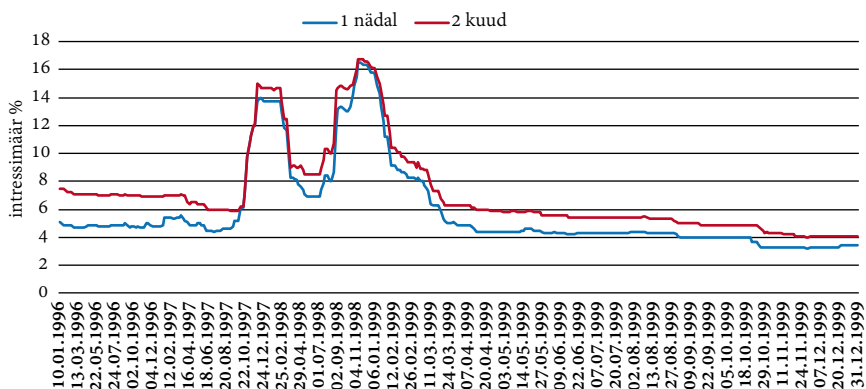
**Probleemide algust tähistas spekulatiivne rünnak Eesti krooni vastu oktoobris 1997.** Tegu oli süsteeminakkusega (*arrangement contagion*), sest samal nädalal toimus rünnak ka Hongkongi dollari vastu. Vahenditeks olid Eesti krooni – Saksa marga forvardtehingud, mida finantseeriti võimaluste piires Eesti kroonides kohalike pankade kaudu. Ootuspäraselt tõstis selline tegevus pankadevahelise rahaturu intressid kõrgele (joonis 5.4, esimene tõus). Mitte-residentide lühiajaliste kroonilaenuid intressid jõudsid üle 20% taseme, enne kui tehingud kohalike pankade ja spekulantide vahel krooniresursi ammen-dumise ja vastastikuse usaldamatuse tõttu lõppesid.

**Sellega kaasnes samaaegne aktsiabörsi kokkukukkumine,** mis peegeldas välisšoki mõju niigi ülekuumenenud börsile. Osa ettenägelikumaid välisin-vestoreid oli selleks ajaks turult lahkunud. Börsikrahhi soodustas ka see, et börsil domineerisid pangaaktsiad, mille hinda tõstsid pankade tehingud oma aktsiate tagatisele; kriisi vallandudes tõi see kaasa allapoole suunduva müügi-spiraali koos tagatiste sundrealiseerimisega.

Joonis 5.3. Tallina börsi indeks (TALSE) 1996–2000



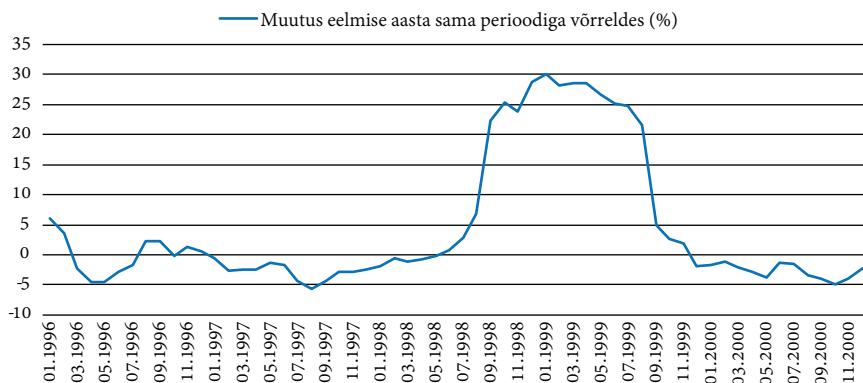
Joonis 5.4. Aasia/Vene kriis: pankadevahelise turu intressimäärad (TALIBOR)



Aasia kriisi otsene ja tähtsaim tagajärg oli finantssüsteemi – mis tähendas põhiliselt pangandust – oluline nõrgenemine. Tollal kohalikus omandis olnud pankade kasv oli olnud kiire ja Aasia kriisi alguse ajaks sõltusid need juba osaliselt turupõhisest välisfinantseerimisest. Lisaks börsikahjumitele oli kriisi oluline tagajärg väliskapitali sissevoolu peatumine. Arvestades börsikrahhi järel vähenenud tuluteenimise võimalustega ning lisades siia kapitalinõude tõstmise 10%-le 1.oktoobrist 1997, osutusid paljud pangad alakapitaliseerituteks. Kõik see kokku aga tähendas, et aasta pärast saabunud Vene kriis leidis eest juba nõrgestatud finantssektori.

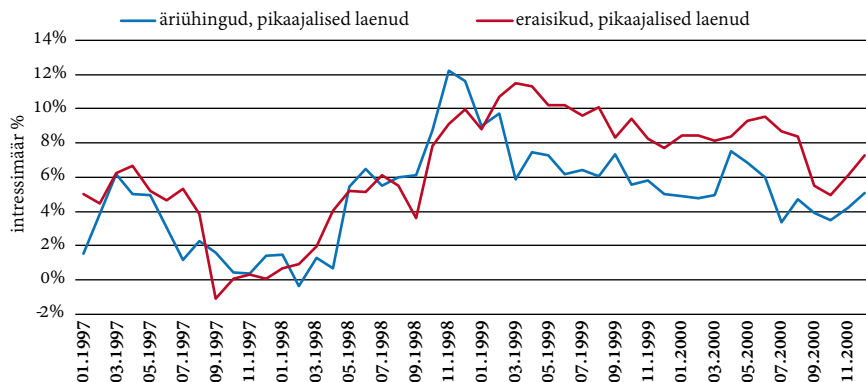
**Valuutakomitee süsteem absorbeeris välisšoki** ehk kandis selle välismõju üle reaalmajanduse intressidesse.<sup>52</sup> Leidis kinnitust tõsiasi, et valuutakomitee talub hästi nominaalseid šokke ega paindu väliste rünnakute ees, kuid see-eest kannab järelmõjud intressitõusu kaudu paratamatult üle reaalmajandusse. Kokkuvõttes absorbeeritakse šokid reaalmajanduse paindlikkusega. Valuutakomitee reaktsiooni Aasia kriisile Eesti näitel on kirjeldanud ka *Lepik (1999)*. Kui lisada veel asjaolu, et Aasia kriisi Eestisse jõudmise ja Vene kriisi alguse (august 1998) vahe oli vaid kümme kuud, siis on ka selge, miks oli avalikkuse jaoks tegu vaid ühe ehk Vene kriisiga, mida illustreerivad alljärgnevad joonised.

*Joonis. 5.5. Aasia/Vene kriis: Eesti krooni nominaalne vahetuskursus tähtsamate kaubanduspartnerite valuutade suhtes 1996–2000*



52 Meenutuseks olgu öeldud, et valuutakomitee reegli korral ei ole keskpanga sekkumine üldjuhul mõeldav ei steriliseeritud ega steriliseerimata interventsiooni kujul (v.a Hongkongis). Teatud mõõndusega võib öelda, et valuutakomitee korral toimub „iseeneslik” sekkumine valuutaturul igapäevaselt.

Joonis 5.6. Reaalintressimäärad mittefinantssektori laenudele 1997–2000



**Vene kriisi mõju ja haripunkt** on otseselt jälgitavad krooni nominaalse efektiivse vahetuskursi liikumise järgi. Kuna Eesti krooni vahetuskurss Saksa marga suhtes elas Aasia kriisi üle, siis krooni nominaalkursi tugevnemine joonisel 5.5 peegeldab (valdavalt) Vene rubla devalveerumist kriisi tagajärjel ja hilisemat rubla nominaalkursi taastumist. Sellega kaasnes krooni reaalkursi tugevnemine, mida võib siin tõlgendada kui (ajutist) suhtelist konkurentsivõime langust. Nii efektiivse nominaal- kui ka reaalkursi tugevnemine taandus Vene kriisi taandudes 2000. aastal.

Parempoolne joonis kirjeldab mõju, mida Aasia-Vene kriis avaldas Eestile finantskanali kaudu. Reaalmajanduse jaoks tähendas see suuri reaalintresse<sup>53</sup>. Reaalintressimäärade tõusu soodustas dekaadi lõpus aset leidnud inflatsiooni kahanemine ühekohaliseks, mis tulenes hinnakasvu ühtlustumisest ankurvaluuta omaga valuutakomitee reegli mõjul. 1998. aasta hüpe intressides lõpetas ühtlasi esimese büroopindade ehitusbuumi ja põhjustas ehituses 1999. aastal languse. Siin lõpeb nominaalse šoki lugu.

**Vene kriis kui väline nõudlusšokk.** Kui Aasia kriis puudutas vaid finantssektorit, siis Vene kriis juba pea kogu majandust. Surve finantssektorile jäi alles (vt joonis 5.4, teine tõus), kuid spekulatiivseid positsioone võeti vähem kui 1997. aastal. Vene kriisi põhiline mõju tuli kaubanduskanali kaudu, st Vene-

53 Täpsemalt on mõeldud krediidikanalit. Realsektori ettevõtete finantsvõimendus (võla-omakapitali suhe) oli 1997. aastaks ~0,75, mistõttu kõrgete reaalintresside mõju oli tuntav. Aasia kriisi üks tagajärgi seisnes selles, et see andis ettevõtete võla kasvule ajutise tagasikäigu. Finantsvõimenduse suuruse poolest paiknes Eesti tollal kusagil Lääne ja Aasia vahel. Kergemaks tegi olukorras see, et üldine võlakoorumus oli veel väike (30% SKPst) ja levinud oli omavahenditest finantseerimine. Tekstis esitatud väide puudutab neid ettevõtteid, kel oli võimalus laenu võtta.

maa turu äralangemise tõttu rubla devalveerumise tagajärjel. Venemaa osatähtsus ekspordis oli enne kriisi 10% (17% koos reekspordiga) ja löök tabas peamiselt Venemaa-suunalist toiduainetööstuse ekspordi.

Vene kriisi käsitlemine täiemõdulise reaalsokina pole põhjendatud, sest mõju kogu majanduse kasvupotentsiaalile jäi piiratuks. Siiski põhjustas kriis struktuursete muutusi ja tähendas mitme Venemaale suunatud majandusharu (nt kalatööstuse) taandarengut. **SKP langes 1999. aastal 0,3%, varjatud tööpuudus muutus avalikuks (13%), lisaks valitses märkimisväärne eelarvepuudujääk – 3% SKPst.** Neid andmeid on hiljem korrigeeritud<sup>54</sup> (v.a tööpuudus); algselt hinnati Vene kriisi mõju palju suuremaks: SKP langus 3% ja eelarvepuudujääk 4,7% SKPst.

Kriisieelsed ja -aegsed poliitikameetmed hõlmasid rahapoliitika valdkonnas kapitali adekvaatsuse määra tõstmist ja lisalikviidsuse nõude kehtestamist pankadele ning fiskaalpoliitika valdkonnas stabiilsusreservi loomist.

Kapitali adekvaatsuse määra tõstmise otsus tehti 1997. aasta 9. juunil; eesmärk oli kapitali sissevoolu steriliseerimine ja majanduse ülekuumenemise pidurdamine. Sel sammul puudus algselt seos Aasia kriisiga, kuid ajalise kokkulangevusena rakendus see 1. oktoobrist 1997. Lisalikviidsusnõude kehtestas keskpank spekulatiivse rünnaku järel 1. novembrist 1997; olemuslikult oli tegu kohustusliku reservi nõude tõstmisega 10%-lt 13%-le. Hilisema reformiga (2001) liideti lisalikviidsusnõue kohustuslike reservidega.

Stabiilsusreserv loodi valitsuse otsusega 1997. aasta lõpus. Ühtlasi sai stabiilsusreservi loomisega alguse valitsuse likviidsete reservide suurendamise poliitika, mis mängis olulist rolli globaalkriisis kümme aastat hiljem.

Vahekokkuvõtteks, kuigi Eesti asub Aasiast kaugel, leidis 1997. ja 1998. aastal Eesti majanduses mitmeid „Aasia tiigritega” sarnaseid jooni. Neist kõige silmatorkavamad olid kiire kasv, fikseeritud valuutakurss, suur väliskapitali sissevool, mittefinantssektori tugev finantsvõimendus ja aktsiaturu mull, aga samuti eelarveprobleemide puudumine ning kaudselt ka institutsionaalsed probleemid, kuna iseseisvus oli kestnud selleks ajaks kõigest alla kümne aasta ja kogemusi oli veel vähe.

---

54 Korrigeerimise põhjuseks olid mitmed järjestikused SKP statistika revisjonid hilisematel aastatel.

Siiski ei saa Kesk- ja Ida-Euroopa siirderiike „Aasia tiigritega” ühte patta panna, sest erinevad olid nii algtingimused ja kultuuritaust kui ka majanduspoliitika. Seetõttu moodustavad Euroopa siirdemajandusega riigid üldisemas arenevate turgude määratluses omaette rühma. Kesk- ja Ida-Euroopa riigid ei saanud Aasia kriisis väga tõsiselt kannatada. Kui Aasia kriisile ei oleks järgnenud Vene kriisi, mis puudutas ka teisi Baltimaid ja Poolat, oleks mõju Euroopas piirdunud vaid Tšehhi<sup>55</sup> ja Eestiga.

---

55 On olemas ka vastupidine vaade – nimelt et Aasia kriis algas just Tšehhist ja levis edasi Aiasse. Selle küsimuse lahkamine aga käesolevasse raamatusse ei mahu.

## 5.2. EESTI VÕRDLUS HONGKONGIGA AASIA FINANTSKRIISIS

Sissejuhatuseks olgu öeldud, et tegemist oli süsteeminakkusega, st olukorraga, kus rahvusvahelised valuutaspekulandid otsisid järgmisi ohvreid rahapoliitika sarnaste tunnusjoonte järgi.

Kohe peab ka märkima, et Hongkongi valuutakomitee on maailmas ainulaadne, sest see kasutab regulaarselt ka mitmeid vahendeid tavapäraste keskpankade arsenalist. Peale selle oli see turg suur ja likviidne ning selle välisvaluutareservid olid oma aja maailma suuremate seas. **Seetõttu olid Hongkongi ja Eesti valuutakomiteede reaktsioonid tollasele kriisile küll sarnased, aga mitte päris ühesugused.**

**Reaktsiooni põhijoontes oli piisavalt sarnasust** (Hongkongi andmete allikaks on siinkohal *Lui, Cheng ja Kwan (2000)*). Sageli eeldatakse spekulatiivsete rünnakute käigus, et vahetuskurss ei kuku kohe, kuid pikaajaline surve avaldamine muudab kursi kaitse kas väga kalliks või võimatuks. See tähendab sisetähtsuse intressimäärade tõusu, mis lööb olenevalt rünnaku agressiivsusest ja kestusest muud majandust, muutes finantseerimistingimused kas väga kalliks või kättesaamatuks. See mehhanism toimus mõlemal juhul, kuid tehniliselt oli toimunu mitmes mõttes erinev.

**Seetõttu – kui kirjeldatud põhimõtteline sarnasus välja jätta – on otstarbekam käsitleda Hongkongi ja Eesti reaktsioone valuutarünnakule erinevuste, mitte sarnasuste kaudu.** Peamised erinevused olid järgmised:

- **Hongkongis oli (ja on) suur ja likviidne rahaturg.** Eestis oli väike krooni rahaturg ja kohalikul rahaturul polnud võimalik hankida massiivse spekulatiivse rünnaku finantseerimiseks piisavalt kroonilikviidsust.
- **Hongkongis kasutati intervetsioone** valuutaturul. Eestis ei olnud see võimalik, sest väike keskpank jookseks kiiresti valuutareservidest tühjaks. Pealegi keelab seda standardne valuutakomitee reegel. Kuna valuutakomitee keskpank ei anna pankadele laenu, siis polnud tavapäraseid baasintresse, rünnaku mõju sai hinnata vaid rahaturuintresside ja krooni – Saksa marga valuutaforvardite noteeringute põhjal.
- **Hongkongis oli reaalsüsteem RTGS.** Eestis polnud tol ajal reaalsüsteemi, seega toimusid kõik turukõikumised aeglasemalt ja olid (osalt) seetõttu ka väikesemad. Et tehingud ei olnud nähtaval reaalaajas, siis polnud jooksvalt nähtav ka rünnaku tagajärg.

- **Hongkongi rünnati mitme turu kaudu.** Seal oli võimalik enne rünnakut valuutakursile rahaturul valuutaforvardites või aktsiaturul futuuri-des lühike positsioon võtta (*short selling*). Eesti väikese ja väheliikviidse rahaturu tingimustes toimus kogu rünnak forvardite kaudu. Muid instru-mente ei olnud, sh polnud ka riigivõlakirju, mille ostu-müügi hinna-vahe peale mängida.

Eesti valuutakomitee lihtne ülesehitus ja väheliikviidne rahaturg ei võimaldanud muud kui spekulatiivsete forvardite seadmist kohalikest pankadest saa-daoleva krooniliikviidsuse piires (keskpank ei pakkunud 1997. aastal enam valuutaforvardeid). Kuna krooni kurss Saksa marga suhtes pidas vastu, siis seisid forvardid oma tähtaja lõpuni ja spekulandid kaotasid raha. Oli see klas-sikalise valuutakomitee võit? Jah, kuid ka väikese ja piiratud finantsinstru-mentidega turu eripärade realiseerumine.

Kuidas peaks teoorias välja nägema **Aasia-Vene kriis valuutakomitee raha-poliitika ülekandemehhanismi aspektist?** „*Valuutakomitee toimetemehhanismi kõige levinum selgitus baseerub rahapakkumise automaatsusel. Selle kohaselt toob maksebilansi jooksevkonto puudujääk kaasa rahapakkumise vähenemise, mis tõstab kodumaises majanduses intressimäära. Intressimäära muutused kanduvad majandusse traditsiooniliste rahapoliitika ülekandekanalite kaudu, mõjutades majanduslikku aktiivsust ja hinnataset ning vähendades seeläbi ka jooksevkonto defitsiiti*” (Lättemäe 2003). **See on valuutakomitee toime-mehhanism.**

**Kui panna 1997. aasta sündmused eelkirjeldatud konteksti,** on mõistetav, et spekulatiivne rünnak, antud juhul koos kapitali sissevoolu peatumisega (*sudden stop*) ja sellest tuleneva rahapakkumise kasvu seiskumisega, surus krooni fikseeritud kursi tõttu intressimäärad kodumaisel raha- ja laenaturul üles. Klassikalise valuutakomitee puhul – eeldades, et rahasüsteemi usaldusväärsus säilib – oleks kapitali väljavool pärast välise surve taandumist asendunud tänu intressiarbitraažile sissevooluga.

**See skeem kitsamas tähenduses Eestis ei toiminud.** Väikese avatud siirdema-janduse korral määravad kapitalivooge pigem põhilised makromajandusnäita-jad kui raha- ja valuutaturu arbitraaž. Intressimäärad võivad pikemaks ajaks kõrgele jääda, isegi kui kapitalivood osaliselt taastuvad, nagu juhtus Eestis 1998–1999. Tõsi, surve forvardite kaudu jätkus ka 1998. aastal, forvardpree-miate uue tõusuna. Samuti muutus siis välisfinantseerimise struktuur, sest



lühiajaline kapital ei pöördunud kohe tagasi. Kapitali sissevool toimus järgmistel aastatel peamiselt otseinvesteeringute vormis. Maksebilansi puudujääk vähenes oluliselt, kuid säilis, jäädes alla 5% SKPst.

**Kokkuvõttes saab öelda, et üldine skeem küll toimis, kuid mitte täpselt klassikalises versioonis.** Leidis kinnitust, et valuutakomitee reegel talub hästi monetaarseid (nominaalseid) šokke ja kannab välise surve intresside kaudu reaalmajandusse üle. Kriitilise tähtsusega oli surve kestuse küsimus. Instrumentide vähesuse tõttu lõppesid otsesed rünnakud mõne nädalaga, kuid Vene kriisi lisandumise tõttu ei taandunud surve kogu 1998. aasta vältel. Koos turgede meeleolu muutumisega kapitalivood taastusid, nüüd otseinvesteeringute (ja suuremate ettevõtete otselaenamise) kujul. Seda võib mõista kui valuutakomitee põhimõtte adekvaatset toimimist, aga mitte rahaturu intressiarbitraaži mõttes, vaid laiemas tähenduses, pidades silmas majanduse kasvuvõimet ja investorite hinnangut kapitali tootlikkusele pikemas plaanis.

**Aasia-Vene kaksikkriisi mõju Eestile** avaldus niisiis finantskriisi ja Vene turu äralangemisest tingitud välise nõudlusšokina. Kriisi tagajärjed olid suuremate pankade üle 50% osaluse minek välisomandisse, tööpuuduse kasv kahekohaliseks koos hilisema stabiliseerumisega 10% lähistel ja struktuursed muutused, sh mõne idakaubandusele keskendunud majandusharu taandareng. Majanduslangus osutus lühikeseks ja püsivat kahju kasvupotentsiaalile ei tekkinud.

**Aasia kriisi mõju Hongkongile** oli aga pikaajalisem. Koos sellega saabus 1998. aastal majandussurutis ja tööpuudus kahekordistus (seda küll väga madalalt tasemelt: 2–3%lt 5%le). Sellega kaasnes ka deflatsioon kinnisvaraturul ja Hongkongi keskpanga (HKMA) aktiivne sekkumine aktsiaturu toetuseks. Hilisema aktsiate tagasimüügi tulemusel ületas Hongkongi netoväärtus kriisieelse. Hinnanguliselt (nt *Batiz ja Sy 2000*) oli Hongkongi reaktsioon parem kui teistel kriisiriikidel, kes enne kriisi kasutasid (vähem jäigalt) fikseeritud vahetuskurssi.

### 5.3. 1990NDATE TEISE POOLE MAJANDUSPOLIITILINE KOKKUVÕTE

Ajavahemik 1995–2000 ei olnud Eestis majanduspoliitiliselt nii tormiline kui sellele eelnenud periood. Esmased suuremad otsused olid 1994. aastaks põhiliselt tehtud. Selleks ajaks olid välja kujunenud rahapoliitika, maksusüsteem (v.a ettevõtte tulumaksu erivorm, mis tuli kasutusele 2000. aastal), liberaalne väliskaubanduspoliitika. 2000. aastaga lõppes ka massiline erastamine – erandiks olid mõned infrastruktuuri ettevõtted (nt Eesti Telekom). Järgmised majanduspoliitilised sündmused seostusid juba Euroopa Liiduga ühinemise ettevalmistustega.

1990ndate teise poole põnevaim areng finantssektoris oli seotud kapitali liikumise piirangute kaotamisega, väärtpaberituru hiilgeaja ja Tallinna börsiga, millel aga ei olnud määratud XXI sajandil enam olulist rolli mängida. Edaspidi jäi väärtpaberiturg tasakaalus riigieelarve tingimustes ja riigivõlakirjade puudumisel vähemoluliseks finantseerimiskanaliks. **Laiemas plaanis olid aastail 1995–2000 raha- ja majanduspoliitika kesksed teemad seotud Aasia-Vene kriisiga.** Kriis oli valuutakomitee esimene tuleproov ning toetas muu hulgas ka tasakaalus eelarve põhimõtte jätkumist ja valitsuse reservide (sh stabiilsusreservi) tekkimist, mis etendasid olulist rolli ülemaailmses finantskriisis kümme aastat hiljem.

**Muudest aruteluteemadest** võib ära märkida tol ajal alanud ja vahelduva eduga siiaaani jätkuvat diskussiooni riigi laenamise üle. Vaidlus seostus tolleks ajaks juba piisavalt kaua kehtinud valuutakomitee süsteemiga, mida nähti riigi laenamise kaudse pidurina. Laiemas tähenduses oli riigi laenamise küsimuse arutelu – arvestades niigi kiiret majanduskasvu – seotud majanduse struktuursete küsimustega, mitte kasvu stimuleerimisega. Majanduse struktuur jäi *de facto* turujõudude kujundada. **Neil aastatel sai Eesti ka oma esimesed rahvusvahelised riigireitingud**, mis olid kohe investeerimisjärgu tasemel (vähemalt BBB–) ja millest allapoole ei ole kukunud kunagi.

**Tähelepanuväärne on veel asjaolu, et kogu kirjeldatud areng oli äärmiselt kiire.** Võrreldes näiteks loomuliku arenguga Skandinaaviamaades XX sajandi teisel poolel toimus Eestis kõik mitu korda kiiremini. Ühest küljest seletab see tekkinud mullistusi, teisest küljest pani nii tavainimestele kui ka otsustajatele kohustuse pidevalt muutuvate oludega väga kiiresti kohaneda. See tõsiasi muutub eriti tähtsaks Euroopa Liiduga ühinemise järgsel ajal, mida kirjeldatakse järgmistes peatükkides.

## ***Kirjandus***

Fisher, S. (1998). The Asian Crisis: A View from the IMF. Address by Stanley Fisher. Washington, DC, January 22. <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/012298.htm>

Krugman, P. (1998). What Happened to Asia? <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>

Lepik, I. (1999). Basic Features of the Estonian Currency Board: Convertibility and Liquidity Management. International Workshop on Currency Boards: Convertibility, Liquidity Management and Exit. Hong Kong Baptist University, 9 October.

Lui, F. T., Cheng, L. K., Kwan, Y. K. (2000). Currency Board, Asian Financial Crisis, and the Case for Structured Notes. City University of Hong Kong.

Lättemäe, R. (2003). Rahapoliitika ülekandemehhanism Eestis. - *Kroon ja Majandus*, 1; [http://www.eestipank.ee/sites/default/files/publication/et/Arhiiv/kroon\\_majandus/2003/\\_054-063Raoul\\_Lattemae.pdf](http://www.eestipank.ee/sites/default/files/publication/et/Arhiiv/kroon_majandus/2003/_054-063Raoul_Lattemae.pdf)

Mishkin, F. (1999). Lessons from the Asian Crisis. NBER Working Paper, 7102. Cambridge.

Rivera Batiz, L., Sy, A. (2000). Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior. IMF Working Paper, WP/00/97.

Wade, R., Veneroso, F. (1998). The Asian Crisis: The High Debt Model Versus the Wall Street-Treasury-IMF Complex. - *New Left Review*, 1/228.

## 6. EUROOPA LIIT JA RAHAPOLIITILINE VEELAHE

*Ilmar Lepik*

Uue sajandi algusaastad (2001–2005) olid kogu Eesti krooni ajaloos kõige rahulikum aeg. See aga ei tähenda, et olulisi muutusi ei oleks toimunud. Ajajärk, mis algas pärast Aasia-Vene kriisi ja lõppes Eesti Euroopa Liidu liikmeks saamisega, tähendas üleminekut suuremale avatusele, aga ka uusi väljakutseid. See, mis oli 1990ndate mõttes avatus, oli Euroopa Liiduga võrreldes ikkagi veel mõneski mõttes suletus. Kapitali vaba liikumise mõju inimeste teadvusele ja majanduskäitumisele oli tagantjärele hinnates palju väikesem kui inimeste endi vaba liikumise mõju. Alles tööjõu vaba liikumine pärast uutele liikmesriikidele nn vanade poolt kehtestatud kuni seitsmeaastase üleminekuperioodi lõppu tõi uue, Euroopa Liidu reaalsuse juba enamiku inimesteni; lõplikult ja kõigini jõudis see alles euro käibeletulekuga. Selle mõju tööturule ja kogu majandusele avaldus täies ulatuses alles kümnendi lõpupoole ja jääb seetõttu viimaste peatükkide teemaks.

Sel perioodil hakkas paisuma teine majandusmull, mis saavutas suurimad mõõtmed 2007. aastal. Ootused olid kõrgemad kui kunagi varem või hiljem. Aastad 2001–2007 olid Eesti uuemas ajaloos kõige kiirema kasvu ajajärk, mil mõnevõrra vähenes ka elanikkonna 1990ndatel tekkinud varaline kihistumine. Ülim optimism tõi aga kaasa ka mitmesuguseid ebasoodsaid kõrvalnähte. Ühe peamise joonena iseloomustab seda perioodi kinnisvaraturu aktiivsuse suur kasv ja kinnisvaramulli sünd (see lõhkes 2008), aga ka paiguti vastutustundetu laenamine – esimest korda Eesti ajaloos muutus võlgu elamine massiliseks. Siit alates muutusid Eesti puhul makromajanduse tasemel olulisteks ka majapidamiste ja ettevõtete võlanäitajad.

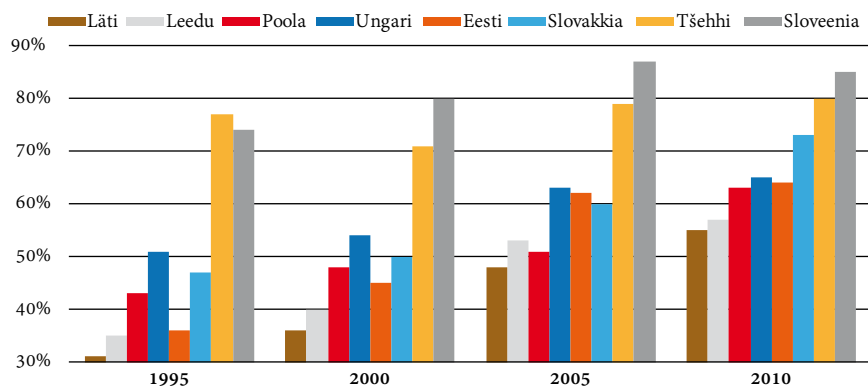
Et seda ajajärku üksikasjalikult kirjeldada, peab alustama Eesti lähtepositsioonist Euroopa Liiduga ühinemisel. Alles nüüd muutus võrdlus muu Euroopaga nii majanduse makronäitajate kui ka üksikisiku tasandil tõeliselt oluliseks. Järgnevas tuleb juttu ELi 2004. aasta suure laienemise eelloost, Eesti positsioonist selles, ühinemisest tingitud muutustest ja nende tagajärgedest. Fookuse säilitamiseks piirduakse vaid rahapoliitika seisukohast olulisega ega tegelda muude ühinemisega seotud teemadega.

## 6.1. EUROOPA LIIDUGA ÜHINEMINE JA SELLE MÕJU RAHAPOLIITIKALE

### 6.1.1. Eesti lähtepositsioon enne ühinemiskõnelusi

Eesti lähtepositsiooni kirjeldamiseks ühinemiskõneluste eel on mõttekas kaasata ka teised tollased kandidaatriigid. Võrdlusrühmas on seitse Kesk- ja Ida-Euroopa riiki, mis liitusid ELiga 2004. aastal (välja on jäetud Küpros ja Malta nende liiga teistsuguse mineviku tõttu). Sissejuhatuseks võrreldakse riikide lähtepositsioone SKP *per capita* ehk jõukuse alusel<sup>56</sup>.

Joonis 6.1. SKP per capita ostujõu pariteedi järgi, % ELi keskmisest



Võrdlusperioodi lõpetab aasta 2010 ehk viimane euroalaga liitumise eelne aasta. Sissetulekute tase oli (ja on ka praegu) oluline mitmes mõttes, ELiga liitumisel eelkõige seetõttu, et peale toimiva demokraatliku riigikorralduse oli oluline ka riigi arengutase. Riigid pidid ametlikult täitma kaht kriteeriumide rühma: Kopenhaageni kriteeriume ja Maastrichti kriteeriume.

**Kopenhaageni kriteeriumide alusel hinnati riigi demokraatia ja turumajanduse olukorda.** Neid täitmata polnud võimalik saada ELilt ühinemiskutset. Maastrichti kriteeriumide täitmine ei olnud vajalik ELiga ühinemiseks, küll aga hilisemaks euroalaga liitumiseks. Seejuures olid need kaks rühma ka

<sup>56</sup> SKP *per capita* ostujõu pariteedi järgi, % ELi keskmisest. Majapidamiste kasutatava kogutulu (GHDI) ja tegeliku individuaalse tarbimise (AIC) näitajaid siin ei käsitleta, sest tulude ümberjaotamine ei ole käesoleva raamatu teema.

omavahel seotud, kuna ühinemine ELiga tähendas pikemas vaates ka liitumist euroalaga, see oli (ja on *de jure* siiani) siduv kokkulepe.

**Maastrichti kriteeriumide sisu oli majanduslik**, kuid neis sisaldus üks väga oluline probleem. Maastrichti kriteeriumide<sup>57</sup> järgi hinnati nimelt *nominaalset* konvergensti, *reaalsest* konvergenstist ehk tulutasemete ühildumisest neis juttu ei olnud. Kriteeriumid olid küll piisavalt läbi mõeldud, kuid seda 1990ndate kontekstis, Lääne-Euroopa vanade, tollal stabiilsete turumajandusega riikide tarvis, kus puudusid suuremad vapustused, aga ka kiire kasv. Kesk- ja Ida-Euroopa riikide ELi ja euroalaga liitumisega tollal veel ei arvestatud. **Probleem seisnes selles, et kiire kasvu tingimustes ei saa loota, et õnnestub samal ajal ja jätkusuutlikult täita nii inflatsiooni- kui ka vahetuskursikriteeriumi.** Seda põhjusel, et sajandivahetusel oli Kesk- ja Ida-Euroopa riikide (v.a ehk Sloveenia ja Tšehhi) tulu- ja hinnatase Lääne-Euroopaga võrreldes selgelt madalam. *Seetõttu oleks madala ja püsiva inflatsiooni kiire saavutamine tähendanud madalale tulu- ja hinnatasemele lukustumist, mis oleks olnud ebarealistlik stsenaarium.*

2004. aastal ELiga liitunud riikide seas oli levinud kaks erinevat arusaama tulutasemete ühtlustumise stsenaariumidest – kas ujuva vahetuskursi korral võimaldada vahetuskursil tugevneda, eesmärgistades korraga nii inflatsiooni kui ka vahetuskursi, või alternatiivselt, fikseeritud vahetuskursi korral, lasta ühildumisel toimida inflatsiooni ja valuuta reaalkursi tugevnemise kaudu. Maastrichti kriteeriumide täitmisel tekivad *suhteliselt madalama tulutaseme korral* mõlemal puhul probleemid. Esimesel juhul võib küll õnnestuda inflatsioonikriteeriumi täitmine, kuid seda vahetuskursikriteeriumi arvel; teisel juhul on aga probleeme just inflatsioonikriteeriumiga. Lisaks sõltub probleemi tõsidus kriitilisel määral ka jõukuse tasemest. Aastal 2000 oli rikkaima Kesk- ja Ida-Euroopa riigi (Sloveenia) SKP *per capita* ostujõupariteedi järgi 80% ELi keskmisest, Eestil vaid 45%. Seega oli erinevus tulutasemetes ligi kahekordne.

**Vahekokkuvõtteks võib öelda, et, piisav tulutasemete ühtlustumine oli nominaalse konvergensti kriteeriumide täitmise (vaikimisi kehtiv) eeldus.** Kuigi

---

57 Riigi rahanduse jätkusuutlikkus: valitsussektori eelarve puudujääk ei tohi ületada 3% SKPst; valitsussektori võlg peab olema väikesem kui 60% SKPst või lähenema sellele mõõduka kiirusega. Vahetuskurs: riik peab osalema vähemalt kaks aastat ERM2-s ja hoidma oma valuuta vahetuskursi euro suhtes stabiilsena. Hinnastabiilsus: riigi 12 kuu keskmine inflatsioonimäär ei tohi ületada rohkem kui 1,5 protsendipunkti võrra kolme kõige paremaid hinnastabiilsuse tulemusi saavutanud liikmesriigi keskmist. Intressimäärad: riigi pikaajaline intressimäär ei tohi ületada rohkem kui 2 protsendipunkti võrra kolme kõige paremaid hinnastabiilsuse tulemusi saavutanud liikmesriigi keskmist (ELi infokeskus).

Maastrichti kriteeriumid ei olnud ELiga ühinemise eeltingimus, peeti neid algusest peale silmas, sest vähemalt tollal polnud kellelgi kavas euroalaga liitumist määramatusse kaugusesse lükata. Praegune segane olukord<sup>58</sup> tekkis alles globaalse finantskriisi ja euroala võlakriisi tagajärjel.

Et euroalaga liitumise küsimuses oli vajalik konsensus, siis luges otsustamisel palju ka euroala suurriikide poliitiline toetus. Kuigi sellest avalikult palju ei räägitud, peeti poliitilistes ringkondades väga tähtsaks riigi tulutaset. Kõik see kokku selgitab, miks tulutase oli (ja on) nii oluline.

**Tulles tagasi Eesti olukorra juurde**, näeme jooniselt, et aastal 2000 oli Eesti SKP *per capita* ostujõupariteedi järgi alla 50% ELi keskmisest ja jooksvates hindades veelgi väikesem. Lisaks pidanuks küsimusi tekitama see, mil määral vastas Eesti liitumine euroalaga optimaalse valuutapiirkonna (OCA) tingimustele. Tollal valitsenud üldise ideoloogia kohaselt väideti, et euro ise loob tingimused euroala kui optimaalse valuutapiirkonna kujunemiseks, ka siis, kui mõni riik eraldi võetuna esialgu optimaalse valuutapiirkonna nõuetele ei vasta. Arutelu selle üle, mil määral see väide praegu kehtib, puudutab muu hulgas euroala võlakriisi põhjuste ja tagajärgede teemat ja väljub nii ajaliselt kui ka sisuliselt käesoleva raamatu piirest. Seetõttu seda küsimust siinkohal ei käsitleta. Küll aga võib märkida, et tegu on vägagi tähtsa küsimusega.

**Makromajanduslikult** oli Eestis sajandi alguseks Aasia-Vene kriisi mõju ületatud ja majandus taas kasvu teel. Finantssektoris domineeris juba väliskapital ning ELiga ühinemise eelne õhkkond muutis ootused väga positiivseks. Selle lähtepositsioon lõi aluse seni kõige pikemale majanduse kasvuperioodile (2000–2007), aga ka Eesti ajaloo suurima mulli tekkimisele. Nendest algtingimustest lähtudes saab nüüd asuda ühinemisprotsessi ja sellega kaasnenud majanduspoliitiliste muutuste käsitlemise juurde.

### 6.1.2. Ülevaade probleemidest Euroopa Liiduga ühinemisel

Esiteks tuleb küsida, millised muudatused õigusaktides tõi kaasa ühinemine Euroopa Liiduga. Kuna meid huvitab rahapoliitika, ei ole otstarbekas vaadelda *acquis communautaire*'i kõiki 31 peatükki. Seetõttu piirduakse järgnevas

---

58 Globaalne finantskriis lükkas suurte majandusprobleemide kõrval institutsionaalsed arengud tagaplaanile. On ka selge, et maailmakaubanduse krahhi vastu 2008. aasta lõpus poleks euroala liikmelisus kuidagi aidanud. Globaalkriisi järel, võlakriisi algfaasis ei täitnud enamik riike Maastrichti kriteeriume. Eesti oli pigem erand. Lisaks soodustas globaalkriisile järgnenud euroala võlakriisi määramatuse jätkumist.

11. peatükiga, mis Eesti liitumise aegses *acquis*'s oli pühendatud majandus- ja rahaliidule (*Economic and Monetary Union, EMU*), ja käsitletakse teatud määral ka teisi valdkondi, millel on otsene või kaudne seos rahapoliitikaga.

11. peatükk koosnes kahest alajaotusest: nõuetest, mis tuli täita enne ühinemist, ja nõuetest, mis rakendusid ühinemise hetkel.

#### **Ühinemiseelsed nõuded:**

- avaliku sektori otsefinantseerimise keeld, st keskpang ei tohi rahastada valitsuse puudujääki; nõude eesmärk on tugevdada finantsdistipliini ja selle täitmine on ka üks keskpanga sõltumatuse peamisi eeldusi;
- avaliku sektori eelisjuurdepääsu keeld finantssektori ressursidele; selle nõude mõte on toetada kapitali vaba liikumist ja vältida moonutusi majanduse struktuuris;
- keskpanga sõltumatus mis tahes allikast lähtuvatest igasugustest mõjutustest.

**Ühinemishetkel kehtima hakkavad nõuded:** osalemine ELi koordineeritud mehhanismides majandus- ja vahetuskursipoliitika vallas, stabiilsuse ja kasvu pakti ning Euroopa Keskpankade Süsteemi (EKPS) tingimuste täitmine.

**Alustades laiemast taustast**, oli Komisjoni liitumiseelne hinnang Eesti olukorrale järgmine: „*Acquis' rakendamiseks vajaliku haldussuutlikkuse kohta tehti järgmised üldised tähelepanekud: „Enamikus valdkondades on Eesti acquis' rakendamiseks ja jõustamiseks vajaliku haldussuutlikkuse arendamisel küllaltki edasijõudnud. Ehkki [---] paljudes valdkondades on juba palju saavutatud, on töö lõpuleviimiseks vaja siiski veel teha edasisi jõupingutusi. Need valdkonnad on isikute vaba liikumine, kalandus, põllumajandus, maksundus, sotsiaalpoliitika ja tööhõive, energeetika, regionaalpoliitika, keskkond, toll ning justiits- ja siseküsimused” (European Commission 2003).*

**Acquis' raames olid Eesti rahapoliitika seisukohast olulised** maksunduse ja kapitali vaba liikumise teemad ning makromajanduslikus kontekstis ka energeetika. Neist esimene puudutas ettevõtte tulumaksu erivormi (mitteresidentide diskrimineerimine dividendide maksustamisel), teine põllumajandusmaa ja metsa müüki ELi kodanikele ja äriühingutele (piirang 7 aastat alates ühinemishetkest). Kolmas ehk elektrituru punkt oli oluline elektrienergia hinna pärast (selle mõju tõttu inflatsioonile) ja tähendas, et Eesti sai elektrituru avamisel erandina ajapikenduse kuni 2013. aastani.



**Ettevõtete tulumaksu küsimus** lahendati juriidiliste kokkulepete teel etteantud tähtajaks (2008. aasta lõpuks) kehtivat süsteemi sisuliselt muutmata. Eestis on selles valdkonnas endiselt vaidlusi, kuna see puudutab muu hulgas ka üht kõige keerulisemat teemat maksunduses üldse – rahvusvaheliste kontsernide tulu maksustamist. **Elektriturg avanes 2013. aasta alguses.** Arvestades, et kõigi Baltimaade elektrivõrgud on praeguseni ühest küljest Venemaa elektrivõrgu osad ja teisest küljest ülejäänud ELi suhtes justkui eraldatud saared (v.a Eesti 350 MW elektrikaabel Soomega Estlink 1 ja 650 MW Estlink 2), on see kõike muud kui lihtne probleem.

**Lisaks tuleb märkida** hoiuste tagamise direktiivi puudutavat erandit – hoiuste hüvitise piirmäär tõsteti tollal ELis kehtinud minimaalsele 20 000 euro tasele alles 2007. aasta lõpuks. Maksumäärade suhtes tehti samuti erandeid: tubakaaktsiisi alammäära tõstmist lükati edasi kuni 2009. aasta lõpuni ja soojusenergiale kehtis sooduskäibemaks 5% kuni 30. juulini 2007 (*Eesti liitumisläbirääkimistel Euroopa Liiduga saavutatud kokkulepped, 2004*).

Euroopa Liidu liikmeks saamine tähendas senisest ühepoolsest üliliberaalsest tollipoliitikast loobumist ELi ühtse kaubanduspoliitika raames, kuid see ei olnud rahapoliitika seisukohast väga oluline küsimus. Tolleks ajaks oli EL Eesti tähtsaim kaubanduspartner, kelle arvele langes hinnanguliselt kolm neljandikku väliskaubandusest, ja ELi sees ei muutunud tollipoliitika kehtestamisega midagi. Küll aga mõjutas see muutus idakaubandust, sh Venemaaga, ja lõpetas ametlikult ka kümnendi kestnud topelttollide rakendamise Eesti kaupadele. Väliskaubandus sõltub aga ka mitterahalistest ehk mittetariifsetest tõketest ja kiiret muutust uus tollirežiim kaasa ei toonud<sup>59</sup>.

**Konkreetselt majandus- ja rahaliitu (EMU) käsitleva 11. peatükiga Eestil suuri probleeme ei olnud.** Avaliku sektori – siin riigieelarve – otsefinantseerimise keeld (v.a keskpanga kasumieraldised riigieelarvesse, mida siin saab käsitleda emissioonitulu (*seigniorage*) jagamisena) tulenes niikuinii valuutakomitee reeglist. Samuti oli keskpanga sõltumatus väljaspool kahtlust ja täpsustada oli vaja vaid selle juriidilisi üksikasju. Mõnevõrra segasem oli avaliku sektori eelisjuurdepääsu küsimus finantseerimisele. Selles valdkonnas mingit selget korda kehtestatud ei olnud, kuid senised tavad seda üldjuhul ei soosinud. Seetõttu tähendas EMU peatüki nõuete täitmine pigem õigusaktide ühtlustamist ega kujunenud Eesti jaoks suureks probleemiks.

---

59 Venemaa ei olnud siis veel Maaailma Kaubandusorganisatsiooni (WTO) liige. Venemaa liitus WTOga alles 2012. aastal ja selle tagajärjed alles selguvad.

**Ametlikult võttes oli ka see erand, et Eesti ei ühinenud kohe euroalaga** – see oli võimalik alles kahe aasta pärast, kuna Maastrichti kriteeriumide järgi tuli osaleda vahetuskursimehhanismis ERM2<sup>60</sup> vähemalt kaks aastat alates Euroopa Liidu liikmeks saamise hetkest.

**Kokkuvõttes** olid raha- ja majandusliitu puudutavad Eesti õigusaktid üsna hõlpsasti Euroopa Liidu õigusraamistikuga ühendatavad ja keerulisi läbirääkimisi rahapoliitika küsimustes ei olnud. Valuutakomitee raamistik oli üldjoontes vastuvõetav, välja arvatud üks kriitilise tähtsusega punkt – see oli valuutakomitee raames järgalt fikseeritud vahetuskurss. Euroopa Keskpank ja teised Euroopa institutsioonid kujundasid kindla seisukoha valuutakomitee suhtes ERM2 raames 2000. aastal.

Euroala loomisel tähendas ERM2, et vahetuskursid kõikusid vabalt kahe aasta jooksul enne lõplikku üksteise suhtes fikseerimist. Valuutakomitee jaoks oleks see tähendanud kahesammulist protseduuri: esiteks loobumist senisest poliitikast ja kursi vabastamist ja teiseks vahetuskursi uut fikseerimist kaks aastat hiljem. Lahendus sellele küsimusele on allpool eraldi vaatluse all.

### **6.1.3. Sisulised majandusküsimused Euroopa Liiduga ühinemisel**

Enne kui pöördume tagasi kitsamalt rahapoliitiliste küsimuste juurde, on otsustarbekas üle vaadata veel ka kandidaatriikide **probleemid, nii nagu neid nähti enne ELiga ühinemist** (nt *Gulde-Wolf, Keller, 2002*):

„ELi kandidaatriikidel tuleb lahendada järgmised põhiprobleemid:

- i) mahutada ELiga ühinemise eelsed kulutused eelarvesse, ohustamata seejuures makromajanduslikku stabiilsust ja paisutamata valitsemissektorit erasektori (kes loob suurema osa majanduse reaalkasvust) arvel;
- ii) tulla toime tööturu paindlikkuse eeldatava vähenemisega, mis tuleneb tööturumeetmete ja sotsiaalsete turvavõrkude tõenäolisest ühtlustamisest ELi miinimumnõuetega (tegelikud tavad erinesid liikmesriigiti märkimisväärselt);
- iii) tulla toime potentsiaalselt destabiliseerivate kapitalivoogude ja spekulatsioonidega, mis on seotud muutustega ELiga ühinemise väljavaadete ja

---

60 ERM2 (Exchange Rate Mechanism II) tähendas vahetuskursipoliitikat, kus riigi vääringu ujuv vahetuskurss ei tohtinud kõikuda euro suhtes fikseeritud keskkursi suhtes rohkem kui +/-15%.

- ajastuse tajumises, samuti valuutaturu spekulatsioonidega seoses euro suhtes kindlaksmääratava eeldatava keskkursiga;*
- iv) *reageerida adekvaatselt asümmeetrilistele šokkidele;*
- v) *täita Maastrichti kriteeriume, eriti inflatsioonikriteeriumi.*<sup>61</sup>

ELiga ühinemise eelseid kulutusi nähti (*Gulde-Wolf & Keller, 2002*) eelarveprobleemina (kulusurve allikana) ja valuutakomitee raamistikku pigem pidurina liigsete kulutuste tegemisel. Tööturu ja sotsiaalkaitse valdkonnas eeldati, et ühest küljest kasvab surve ELi vanade liikmesriikide kõrgemate standardite ülevõtmiseks, teisest küljest aga vanade riikide soov oma tööturгу uute tulijate eest kaitsta. Kapitalivooge käsitledes arvati, et juba küllastunud (jae)pan-gandusturg Eestis ei soodusta väga suurt kapitali sissevoolu ja et fikseeritud vahetuskurs võib takistada euroga liitumise eelseid valuutaspekulatsioone (*convergence play*<sup>61</sup>). Asümmeetriliste šokkide ohtu ei peetud väga tõsiseks, kuid kõigi kolme Balti riigi puhul Vene kriisi kogemust arvestades siiski oluliseks. Maastrichti kriteeriumidest peeti raskeimaks inflatsioonikriteeriumi täitmist. Ühtlasi algas kohe ka vaidlus selle kriteeriumi sobivusest Baltimaade jaoks (laiemalt uute ühinejate jaoks üldse), arvestades reaalselt konvergenti ja Balassa-Samuelsoni hüpoteesi<sup>62</sup>.

### **Tagasisaade sellele, mis tegelikult juhtus – Eesti näitel**

**Euroopa Liiduga ühinemise eelsed kulutused** olid märkimisväärsed, kuid kogu teravuses ilmn sid need pigem era- kui avalikus sektoris. Enamik Eesti ettevõtteid olid Euroopa mastaabis väikesed ja keskmise suurusega (*SMEs, small and medium enterprises*) ja see tähendas kulutuste mõttes negatiivset mastaabiefekti. Riigi tasandil suurt eelarveprobleemi ei tekkinud, osalt ilmselt seetõttu, et juba alates 2000ndate algusest oli majanduskasv massiivse väliskapitali sissevoolu toel kiire. Siis loodi eeldused tulevase majandusmulli tekkeks ja tärkava buumi kontekstis ei olnud ELi liikmeks saamist ettevalmistavad kulutused riigieelarvele väga tuntavad.

---

61 *Convergence play* – finantsturgude spekulatiivne mäng ujuva vahetuskursi oodatava lõpliku fikseerimise peale euro suhtes ootusega teenida eeldatavatelt vahetuskursi liikumistelt enne liitumist tulu.

62 *Balassa-Samuelsoni hüpotees* - majandusmudel, mis tugineb eeldusele, et kaubeldavate kaupade sektoris erineb tootlikkus riigiti enam kui muudes majandussektorites. Balassa ja Samuelsoni hüpotees eeldab, et väikese avatud majandussüsteemi arengu aluseks saab olla vaid avatud ehk ekspordiv sektor. Tehnoloogilisel arengul rajanev tootluse eeliskasv selles sektoris teeb võimalikuks nii tulu- kui ka hinnataseme erinevuste vähenemise tööstusriikide ja siirde-majandusriikide vahel.

**Tööturg oli tõepoolest probleem**, kuid esialgu mitte niivõrd sotsiaalkaitse jt standardite pärast (nende ülevõtmine toimub järk-järgult ega ole siiani lõppenud), vaid vanade riikide tööturu kaitsemeetmete tõttu. Nii mõnedki riigid, näiteks Saksamaa ja Austria, rakendasid turu avamisel maksimaalselt pikka tähtaega (7 aastat), enamikul juhtudel piirdus üleminekuaeg 2–3 aastaga. Piirangute seadmisest kasvas välja kogu Euroopas kõlapinda leidnud „Poola torumehe” probleem ja nende hilisemast kaotamisest tekkisid suured migratsioonivood, mida teatud määral tasakaalustas alles 2008. aastal alanud globaalkriis, mis nõrgestas migratsiooni sihtriikide tööturgu. Tööturuga seotud probleemid on praeguseni lõplikult lahendamata.

**Kapitalivoogude mõju alahinnati**, sellest sai tööturu kõrval üks suuremaid probleeme. Seejuures ei kujunenud oluliseks kardetud *convergence play* – see oht sai peamiselt tekkida vaid ujuva vahetuskursiga riikides pärast kaht aastat ERM2-s ja vahetult enne euroalaga liitumist. (Mingil määral võis see olla probleem Sloveenias ja Slovakkias, kuid suured Kesk- ja Ida-Euroopa riigid, nagu Tšehhi, Ungari ja Poola, pole siiaaani euroalaga liitunud.) Eesti jaoks tuli probleem mujalt – Balti riikide finantssektor oli Põhjala emapankade jaoks piisavalt väike, et seda kapitali vaba liikumise tingimustes nn vaba rahaga üle ujutada. Sellega kaasnes krediidi- ja kinnisvaramull kõigis Baltimaades, hinnanguliselt suurim neist oli Lätis.

**Samuti kujunes probleemiks Maastrichti inflatsioonikriteerium**. Kiire kasvu ja „mullimajanduse” aegu polnud piisavalt madal inflatsioonitase realistlik ja selle saavutamiseks puudusid ka tõhusad instrumendid. 2005.–2007. aasta majandusbuum rikkus Eesti jaoks esimese euroalaga liitumise võimaluse 2007. aastal – ja seda üksnes liiga kiire inflatsioonitempo tõttu. Eesti ühines euroalaga alles 2011. aastal ehk pärast ülemaailmset kriisi, mil inflatsioonikriteeriumi täitmist hõlbustas deflatsiooniline 2010. aasta.

**Veel on huvitav märkida, et Eesti liitus euroalaga ametlikult intressikriteeriumi täitmata**, sest kriteeriumi täitmise hindamiseks sobilik intressimäär puudus – kuna Eestis puudusid riigi võlakirjad kui kapitalituru instrumendid. Euroopa Komisjoni lähenemisaruannetes piirduti kas n-ö jaatusega läbi kahekordse eituse (näiteks „ei saa väita, et Eesti ei täida intressikriteeriumi”) või üldisema hinnanguga, kriteeriumi ennast sisuliselt mainimata. Viimases, 2010. aasta lähenemisaruandes anti järgmine hinnang: „*Ehkki kriisi kõrgajal viitavad finantsturu näitajad Eestiga seoses tajutava riski suurenemisele, näivad selle muutumine vaatlusperioodil ja laiem hinnang konvergentsi jätkusuutlikkusele siiski toetavat positiivset hinnangut Eestile pikaajalise*

*intressimäära kriteeriumi täitmise valdkonnas” (Convergence Report, European Commission 2010).*

Kokkuvõttes võib öelda, et Euroopa Liidu reeglite ja liikmesriikide vastastikuse surve (*peer pressure*) kõrval kujunesid pigem vaat et olulisematekski fundamentaalsed majandusprotsessid, nagu kapitalivoogude liikumine ja majanduslik migratsioon tööturu piirangute lõppemisel.

## 6.2. RAHAPOLIITILINE VEELAHE

Senini pole kordagi kerkinud üles küsimus, kas valuutakomitee reegel oli ka pärast esialgset stabiliseerumist Eesti jaoks endiselt parim valik. Asi pole mitte selles, et valuutakomiteevastaseid seisukohti ei oleks olnud, pigem puudus selge põhjus übermõtlemiseks. 1992. aasta rahareformi ja Aasia kriisi vahele jäi ainult viis aastat, mis kulusid valdavalt siirdekriisi ületamisele. Aasia-Vene kriisi saabus vaid paar aastat pärast majanduse esmase stabiliseerumise lõppu.

Aasia-Vene kriisi ajal näitas valuutakomitee end heast küljest ja pidas vastu (arvestamata tollaseid probleeme finantssektoris). Aasia kriisi kui monetaarse šoki kontekstis töötas valuutakomitee nii, nagu eeldati, ja ka teoreetilises plaanis valitses arvamus, et nominaalseid šokke talub fikseeritud kursi süsteem hästi. Ka Vene kriisi ehk Euroopa rahaliidu kontekstis asümmeetrilise šoki mõju jäi suhteliselt piiratuks, see ei kasvanud üle täiemõduliseks reaalsökiks, sest majanduse pakkumise pool tõsiselt kannatada ei saanud. Seda kinnitab ka 2000. aastal kiiresti taastunud majanduskasv. Kriisi mõju jäi peamiselt 1999. aastasse ega olnud makrotasandil kuigi suur, ehkki see oli mõnes majandusharus vägagi tuntav.

**Küsimus valuutakomitee reegli optimaalsusest kerkis alles Euroopa Liiduga ühinemise ettevalmistuste käigus** ja mõneti paradoksaalses kontekstis. ERM2 lepingu raames polnud nimelt valuutakomiteele kohta, sest euroala loomisele eelnenud ajal polnud Lääne-Euroopas pea üldse fikseeritud vahetuskursiga riike, kui mitte arvestada Austriat, Hollandit ja Taanit kuid tegu oli tavalise fikseeritud kursiga, mitte valuutakomitee süsteemiga riikidega.

Kuid enne kui need arutelud jõudsid tõsiseks muutuda, tuli lahendus Euroopa Keskpangast. Nimelt tehti valuutakomiteedele ERM2 raames sisuliselt erand, võimaldades soovijatel valuutakomitee reegli juurde jääda ühepoolse kohustusena. Väljavõte toonase EKP presidendi Wim Duisenbergi pressikonverentsi sissejuhatavast sõnavõtust: „*Let me start with the Governing Council's deliberations on CBAs. We concluded that the appropriateness of CBAs will be assessed on a case-by-case basis. Therefore, the Governing Council neither encourages nor discourages the adoption of euro-based CBAs. In any event, such arrangements cannot be regarded as a substitute for two years' participation in ERM2. Accession countries which have operated an euro-based CBA deemed to be sustainable might not be required to go through a double regime shift in their strategies to adopt the euro. Thus such countries may participate in ERM2 with*

*a CBA as a unilateral commitment augmenting the discipline within ERM2. However, it should be clearly understood that a common accord would have to be reached on the central parity against the euro” (Duisenberg, W. F. ECB Press Conference Introductory Statement, April 13, 2000).*

**Sisuliselt anti valuutakomiteedele luba vältida kahekordset vahetuskursisüsteemi muutmist** – enne fikseeritud kursilt ujuvale kursile ja pärast kaht aastat ERM2-s tagasi fikseeritud kursi juurde (tingimusel et kurs on fikseeritud euro suhtes, muid võimalusi ei aktsepteeritud). Selline mõttekäik lõpetas arutelu valuutakomitee edasise saatuse üle, seda enam, et valuutakomitee jaoks on parim väljumisstrateegia valuutaliit (sellest täpsemalt edaspidi). Eurole ülemineku kursi küsimust see EKP otsus siiski ei lahendanud.

**Tagantjärele on 2000. aasta aprillis tehtud EKP otsuse tähtsust raske ülehinnata.** Väga tõenäoliselt oli see kompromiss majandusliku ja poliitilise reaalsuse vahel. Ühest küljest alahindasid otsustajad Euroopas (teadlikult või alateadlikult) tulutaseme ühtlustumise mõju hinnatasemele ja -kasvule. Teisest küljest Maastrichti kriteeriumid seda otseselt ei nõudnud – varasematel liitujatel sellega probleeme polnud. Täiemahulise tulutasemete ühildumise nõudmine oleks aga näiteks Eesti liitumise euroalaga paljudeks aastateks, kui mitte aastakümneteks edasi lükanud.

**Igal juhul tähendas see, et Eestis ei tekkinudki põhjalikumat arutelu fikseeritud ja ujuva kursi üle** ja rahapoliitiliseks peavooluks sai euroalaga võimalikult kiire liitumine.

**Millised oleksid võinud olla alternatiivsed valikud?** Tollasest asjade seisust annab ülevaate näiteks *Lavrač, Žumer (2003)*. Tuginedes sellele analüüsile võib öelda, et 1990ndatel alustas enamik Kesk- ja Ida-Euroopa riike fikseeritud kursi režiimist – stabilisatsiooniprotsessis tuginedes fikseeritud vahetuskursile kui nominaalsele ankrule. Kümme aastat hiljem, kui lähenes Euroopa Liidu laienemine, oli pilt palju muutunud ning selles peegeldus pea kogu vahetuskursirežiimide spekter.

Vaid Eestis ja Sloveenias ei muudetud midagi: meil säilis taasiseseisvuse algusest kuni euro kasutuselevõtuni valuutakomiteepõhine fikseeritud vahetuskursi režiim ja Sloveenias juhitud vahetuskurss (*managed float*). Üks muudatuste katalüsaatoreid oli Aasia-Vene kriis, kuna siis selgus, et mitmed režiimid, sh eriti fikseeritud kursi pehmemad versioonid (*adjustable peg*), osutusid haavatavateks välisšokkide suhtes. Seetõttu läksid suuremad Kesk- ja Ida-Euroopa

riigid (Poola, Ungari ja Tšehhi) 1990ndate lõpus üle kas juhitud või täiesti ujuvale vahetuskursile ja Bulgaaria, vastupidi, valuutakomiteele. Toimunu oli iseloomulik nn *corner solutions*'i perioodile, mis soosis vaid kas täiesti jäika või vabalt ujuva vahetuskursi süsteemi.

**Rahapoliitika teoorias oli 2000ndate algus inflatsiooni eesmärgistamise (*inflation targeting*) võidukäigu aeg.** Teadupärast on inflatsiooni eesmärgistamine kõige nõudlikum rahapoliitiline režiim üldse, seda nii analüütilises ja tehnilises plaanis kui ka kommunikatsiooni seisukohast. Teoreetilisi valikuid oleks olnud veelgi, näiteks tollal juba populaarsust kaotanud rahaagregaatide eesmärgistamine (*money targeting*) või vahetuskursi eesmärgistamine (*exchange rate targeting*).

**Kas mõni neist valikutest oleks võinud olnud alternatiiv?** Võrdlusmaterjali pakub siin Sloveenia. Riigi suurus ja hilisajalugu on Eestiga võrreldavad, kuid Sloveenia oli 1990ndatel aastatel tunduvalt rikkam, tema jaoks olid kümnendi alguse lähtetingimused olnud paremad. Eestis puudusid enne 1990ndaid üldse turumajanduslikud institutsioonid ja NSV Liidu lagunemisele järgnenud siirdekriis oli Balti riikides sügavam ja hilisem kui Kesk- ja Ida-Euroopa riikides (vt tabelit 1.3). Seetõttu on ka Balti riikide arengutee pikem kui Kesk- ja Ida-Euroopa riikides.

Siiski oli ka sarnasusi piisavalt palju, et Sloveenia rahapoliitiline lahendus euroalaga liitumisel võrdluseks vähemalt ära märkida. Etteruttavalt olgu mainitud, et **Sloveenia kogemus näib ütlevat, et 2000ndate alguses ei saanudki väikeses avatud siirdemajanduses tõenäoliselt olla päris puhast lahendust,** kuna väikestes siirderiikides sõltus kogu majandus tervikuna oluliselt rohkem vahetuskursi liikumisest kui suuremates väljakujunenud majandustes.

Sloveenia keskpanga seisukoht oli aastal 2002 järgmine: „*Rahapoliitika ülekan-demehhanismi kanalite keerukuse, häirete ja ebastabiilsuse tõttu ja seetõttu, et need muutuvad üleminekuajal toimuvate institutsionaalsete muudatuste tulemusel veelgi, on rahapoliitika strateegiat võimatu määratleda „monoliitses” vormis (rahaagregaatide eesmärgistamise strateegia, vahetuskursi juhtimise strateegia või inflatsioonimäära eesmärgistamise strateegiana)*” (Banka Slovenije 2002).

Sloveenia kohta on öeldud ka nii: „*Samas aga täiendas intressipoliitikat üpris ainulaadsel moel katmata intressipariteedist juhinduv vahetuskursipoliitika. Selle poliitika ülesanne oli hoida positiivset intressimäärade erinevust euroala*



*intressimääradest, mille tingis vajadus toetada inflatsioonitempo aeglustumist ja hoida ära intressimäärade suhtes tundliku kapitali sissevool. Samal ajal oli vahetuskursi juhtimise tulemus reaalse vahetuskursi stabiilsus ja see aitas kaasa majanduse välistasakaalu säilitamisele” (Kozamernik & Žumer 2011). See tähendas, et vähemalt lühiajaliselt oli nn võimatu kolmiku (*impossible trinity*) paradoks teatud tingimustel lahendatav.*

Sellise rahapoliitika õnnestumise üks eeldusi oli Sloveenia keskpanga kokkulepe kommertsbankadega, kes toetasid ja järgisid keskpanga vahetuskursi eesmärki (kontrollitud kallinemine juhitud vahetuskursi režiimis). Kogu see ettevõtmine eeldas aga ka toetavat eelarvepoliitikat (*monetary dominance*) ja laiemaid ühiskondlikke kokkuleppeid palgatõusu piiramise suhtes kuni eesmärgi saavutamiseni, et hoida makromajanduslikku tasakaalu kuni euroalaga liitumiseni.

Niisugune poliitika oli kahtlemata edukas ja sellele aitasid kaasa ka lõppeesmärgi ajaline lähedus (Sloveenia liitus euroalaga 2007. aastal), asjaolu, et kommertsbankad olid kodumaises omanduses ja – *last but not least* – suuremate rahvusvaheliste kriiside puudumine sel ajal.

**Ükskõik milline ülaltoodud valikutest oleks eeldanud rahapoliitika ülekandemehhanismi (*monetary transmission mechanism, MTM*) head tundmist; tehniline teostus on muutunud ajas pigem keerukamaks ja inflatsiooni eesmärgistamisel ülioluline kommunikatsioon tõusetub teemana alles hiljem ning pole selle raamatu piires ja Eesti kontekstis oluline. Eestis on rahapoliitika ülekandemehhanismi alaseid uuringuid küll tehtud, kuid vähe. Euroopa Liiduga ühinemise eelsel ajal avaldati sellel teemal vaid neli tööd. Neist ülevaatlikumad kirjeldavad Eesti eripärasid (*Lättemäe 2001; Lepik ja Tõrs 2002*); modelleerimiskallakuga töödest tuleb nimetada tol ajal ainsaid Eesti rahapoliitika ülekandemehhanismi mudelit kirjeldavaid (*Pikkani 2001*) ja valuutakomitee reegli jätkusuutlikkust hindavaid töid (*Sepp & Randveer 2002*).**

## ***Kirjandus***

Banka Slovenije (2002). Short-term Implementation of Medium-Term Monetary Policy Framework of the Bank of Slovenia. May.

Comprehensive Monitoring Report on Estonia's Preparations for Membership (2003). European Commission. <http://aei.pitt.edu/44568/>

Convergence Report 2010 (2010). European Commission. European Economy, 3. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/ee-2010-3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-3_en.pdf)

Duisenberg, W. F. (2000). ECB Press Conference Introductory Statement, April 13. <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2000/html/is000413.en.html>

Eesti liitumisläbirääkimistel Euroopa Liiduga saavutatud kokkulepped (2004). Välisministeerium. <http://vm.ee/et/eesti-liitumislaboraakimistel-euroopa-liiduga-saavutatud-kokkulepped>

European Commission. Enlargement Archives, 1995–2012. Website. [http://ec.europa.eu/enlargement/archives/enlargement\\_process/past\\_enlargements/eu10/](http://ec.europa.eu/enlargement/archives/enlargement_process/past_enlargements/eu10/)

Gulde-Wolf, A.-M., Keller, P. (2002). Another Look at Currency Board Arrangements and Hard Exchange Rate Pegs for Advanced EU Accession Countries. - Sepp, U., Randveer, M. (toim). *Alternative monetary regimes in entry to EMU*. Tallinn: Bank of Estonia.

Kozamernik, D., Žumer, T. (2011). Monetary Policy and the Disinflation on the Way to the Euro in Slovenia. – *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 4 (1).

Lavrač, V., Žumer, T. (2003). Exchange Rate Regimes of CEE Countries on the Way to the EMU: Nominal Convergence, Real Convergence and Optimum Currency Area Criteria. The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics.

Lepik, I., Tõrs, J. (2002). Structure and performance of Estonia's financial sector. – Thimann, C. (toim). *Financial Sectors in EU Accession Countries*. Frankfurt a.M.: European Central Bank.

Lättemäe, R. (2001). Monetary Transmission Mechanism in Estonia – Some Theoretical Considerations and Stylized Aspects. *Eesti Panga toimetised*, 4.

Pikkani, R. (2001). Monetary Transmission Mechanism in Estonia – Empirical Model. *Eesti Panga toimetised*, 5.

Sepp, U., Randveer, M. (2002). Aspects of the Sustainability of Estonian Currency Board Arrangement. *Eesti Panga toimetised*, 5.

## 7. VIIMANE RAHAPOLIITILINE RAAMISTIK

*Ilmar Lepik*

### 7.1. EESTI FINANTSSEKTORI JA RAHAPOLIITIKA ÜLEKANDEMEHCHANISMI ERIPÄRAD

Senises kirjanduses on kõige põhjalikum Eesti finantssektori kujunemise analüüs töös (*Lepik & Tõrs 2002*). Sissejuhatuseks mõned lõigud sellest materjalist.

*Eesti finantssektori areng algas 1992. aastal koos Eesti krooni taaskasutuselevõtmisega. Finantssektori reformidega tehti seega algust olukorras, kus kehtis valuutakomitee süsteem ja liberaalne välistehingute poliitika, sest enamik finantskonto tehingute piirangutest tühistati kiiresti, viimased piirangud likvideeriti 1994.aastal. Arvestades et keskpanga võimalus tegutseda viimase instantsi laenajana oli valuutakomitee põhimõtetest tingituna piiratud, kujunes finantssektori tugevus võtmeküsimuseks. Peale selle seisis reaalmajandus silmitsi range eelarvepoliitikaga, sest riigieelarve tasakaal on üheks valuutakomitee nurgakiviks.*

*Finantssektori arengu teine faas algas 1990ndate keskpaigas. Selle perioodi algust iseloomustas Eesti ettevõtete üha kasvav usaldusväärsus ja Eesti pankade aktiivsem osalemine Euroopa finantsturgudel nii investori kui ka laenuvõtjana ning finantssektori üldine integreerumine Euroopa turgudega. Sellel ajal toimusid finantssektoris ka ulatuslikud erastamis- ja ühinemisprotsessid.*

*Kolmas suurem muutuste laine järgnes Aasia ja Vene kriisidele. Nende muutuste mõjul kujunes välja kontsentreeritum pangandusturg ja turule sisenesid välismaised (peamiselt Skandinaaviast pärit) strateegilised investorid. 2000. aasta lõpuks oli erastamine täielikult lõpule viidud ja süveneva integratsiooni tulemusena kodumaine rahaturg rahvusvahelistunud.*

*Nagu teistelgi arenevatel turgudel, põhineb ka Eesti finantsvahendus univertsaalpanga mudelil, kus pangandussektoril on juhtiv roll ja väärtpaberiturgude osa on suhteliselt väike. Kõigist juhtivatest pankadest on kujunenud pangagrupid, kes pakuvad kõiki peamisi finantssektori valdkondi katvaid teenuseid, sh liisingut, investeerimisfonde, kindlustust ja elektroonilist pangandust. Eesti finantssektori arengule on väga suurt mõju avaldanud siinse majandus- ja institutsioonilise keskkonna eripärad. Need on riigi väiksus, arenguperioodi lühi-*

*ajalisus ja Eesti kui ELi kandidaatriigi staatus. Eeltoodud arvestades on Eesti rahaturg tihedalt seotud valuutaturuga. Skandinaavia finantsinstitutsioonide valitseva rolli mõjul on Eesti rahaturg laienenud üle riigi piiride.*

*Ka rahapoliitika ülekandemehhanismi juures tuleb Eesti puhul arvestada paari erijoont. Esiteks, valuutakomitee tingimustes on rahapoliitilised signaalid süsteemi suhtes välistekkelised ning neid on sageli raske eristada välisšokkidest. Teiseks, Eestis puudub valitsuse võlakirjaturg, mis mõjutab – ehkki mitte suurel määral – traditsioonilisi rahapoliitika ülekandekanaleid. Seetõttu ei peegeldu rahapoliitika ülekandemehhanismis sisalduv informatsioon traditsioonilises tulukõveras, vaid pigem rahaturu tulukõveras (lühemates tähtaegades) ja krediidituru tulukõverates, st vahetustehingute ja laenude intressimäärades (pikemates tähtaegades).*

Kirjeldatud eripärad tingivad ka selle, et enne kui asuda võimalike alternatiivsete valikute käsitlemise juurde, on vaja aru saada, kuidas toimub rahapoliitika ülekandemehhanism valuutakomitee tingimustes.

Kuigi rahapoliitika ülekandemehhanismi kohta on kirjutatud palju ja valuutakomiteede mõnevõrra vähem, on kirjanduse hulk rahapoliitika ülekandemehhanismi kohta valuutakomitee süsteemis väga piiratud. Enamik valuutakomiteede kohta tehtud empiirilistest töödest on uurinud nende käitumist võrdlevast vaatenurgast, kõrvutades valuutakomitee süsteemi toimimist teiste rahapoliitiliste režiimidega. Näiteks väidavad *Ghosh, Gulde ja Wolf (1998)*, et valuutakomiteedes on tavaliselt inflatsioonitempo keskmiselt aeglasem ja kasvunäitajad sama head kui teistes seotud vahetuskursiga süsteemides. *Kwan ja Lui (1999)* leiavad valuutakomiteed ja paindlikku vahetuskursirežiimi võrdleva simulatsioonianalüüsi põhjal, et valuutakomitee vähendab nii SKP kasvu volatiilsust kui ka inflatsiooni<sup>63</sup>. *Rivera-Batiz ja Sy (2000)* uurivad valuutakomitee usaldusväärssust. *Baliño, Enoch, Ize, Santriprabhob ja Stella (Currency Board Arrangements 1997)* teevad valuutakomiteede kogemust laiapõhjaliselt analüüsides järelduse, et valuutakomitee on sobiv riikidele, kes soovivad alanada inflatsiooni või **kasutada suuremasse valuutapiirkonda kuulumise eeliseid**. Katseid modelleerida valuutakomitee rahapoliitika ülekandemehhanismi on teinud *Catão ja Rodrigues (2000)*, kes uurisid laenukanalit Argentinas ja Brasiilias.

---

63 See uuring on erandlik, sest teemaks on Hongkongi rahapoliitiliste süsteemide võrdlus iseendaga eri ajaperioodidel.

**Enamik rahapoliitika ülekandumisega seotud uuringuid** käsitleb mõnd rahapoliitilist meetet, mida rakendatakse ülekandeahela alguses. Sellekohases kirjanduses on niisuguste meetmete käsitlemiseks tavaliselt kaks lähenemisviisi olenevalt sellest, kas muudetakse raha mahtu või hinda. Esimene meetod kasutab baasraha pakkumise otsesest muutust. Rahaturu intressimäärad kohanevad vastavalt muutunud baasraha pakkumise ja rahanõudluse vahelisele seosele. Teises meetodis kasutatakse rahapoliitilise meetmena keskpanga baasintressimäära muutust, mis toob kaasa muutuse baasraha nõudluses. Siin on aluseks eeldus, et rahapakkumine on endogeenne<sup>64</sup>.

*Valuutakomitee süsteemis ei ole aga ühtki aktiivset rahapoliitilist meetet. Valuutakomitee süsteemis põhineb rahapoliitika ülekandemehhanism fikseeritud vahetuskursil kui ankrul. Keskpangal ei ole iseseisvat intressimäära eesmärki ega muid eesmärke ja intressimäärad kohanduvad vastavalt turgude arbitraažitingimustele [---] Peale selle on valuutakomitee tingimustes rahapakkumine endogeenne; seega kohandub rahapakkumine automaatselt, kui nõudlus raha järele muutub. Kokkuvõtteks võib öelda, et [valuutakomitee puhul] puudub nii poliitikameetmetega esile kutsutud rahapakkumise muutus kui ka intressimäärade muutus. Mõlemad kohanduvad vastavalt majanduse arengule, välisrahastamise tingimustele ja arbitraažitingimustele. Selle tulemusena on rahapoliitika signaalid süsteemivälised ja mõnikord muudest välisšokkidest raskesti eristatavad (Lättemäe 2001).*

Viimasest nähtub muu hulgas, et valuutakomitee süsteem erineb oluliselt ka fikseeritud vahetuskursi režiimist oma toimetehhanismi olemusliku automatismi poolest, mis ka tagab osalt selle efektiivsuse. Mõnevõrra lihtsustatult väljendudes võib öelda, et üleminek passiivselt rahapoliitikal aktiivsele – ka fikseeritud kursi režiimis, kus suurt vahet näiliselt pole – oleks ikkagi olnud põhjapanevate tagajärgedega. Siis oleks kadunud *corner-solution*'i poolt pakutav suurem immuunsus turujõudude suhtes, mis tähendanuks (tagasi)pööret konventsionaalsesse rahapoliitikasse koos selle vooruste ja puudustega.

---

64 Mõnevõrra laiema tõlgenduse (nt Mishkin 1996) järgi on väidetud, et juhul kui muudetakse rahamassi, toimib edasine ülekanne vara hindade ehk intressikanali (raha hind kodusvaluutas) kaudu, vahetuskursi kanali (raha hind välisvaluutas) kaudu või Tobini q-teooria ja rikkuse efekti (väärtpaberite ja kinnisvara hinnad) kaudu. Loetelu võib täiendada ka krediidikanaliga (mis on siin intressikanali võimendus). Sel juhul on kõne all kas laenukanal või bilansikanal; mõlemad lähtuvad informatsiooni asümmeetrisusest, mis on eriti oluline siirdemajandustes (Nenovsky & Hristov 1998). Juhul kui muudetakse raha hinda, kohanevad sellega raha- ja laenu-pakkumise kaudu mahud ning teiste varade hinnad.

Niisugust suunamuutust võib käsitleda tagasipöördena ka seetõttu, et valuutakomitee on olemuslikult suunatud suuremale rahapoliitilisele lõimumisele ankurvaluuta piirkonnaga (*Currency Board Arrangements, Balino jt 1997*). Kasvava integratsiooni loogika kohaselt (valuutakomitee – dollariseerumine – valuutaliit) on valuutakomitee eelviimane etapp liikumisel valuutaliidu suunas. Seetõttu oleks üleminek konventsionaalsele rahapoliitikale olnud samm tagasi teel lõimumise poole. See selgitab ühtlasi, miks on valuutaliit parim valuutakomiteest väljumise strateegia.<sup>65</sup>

Eeltoodu kirjeldab valuutakomitee rahapoliitika ülekandemehhanismi eripära, millega seni tehtud analüüsidis tuli kokku puutuda. Eespool mainitud Eesti rahapoliitika ülekandemehhanismi kohta tehtud tööd jõudsid järgmiste tulemusteni:

*„Eesti andmete põhjal modelleeritud kohandumisprotsess on märgatavalt kiirem [kui välis- ja sisemaiste rahapoliitiliste šokkide mõju muudes väikestes avatud majandustes (vt nt Walsh 1998)]<sup>66</sup>. See võib olla põhjustatud [---] mudeli kirjeldus [---] ja majanduse suhteliselt suurest avatusest ning Eesti väga paindlikest palkadest ja hindadest” (Pikkani 2001).*

*„Vaadates põhimuutujate varieerumist, on selge, et vahetuskursikanal on olemuselt mõjukam. See järeldus [---] on ühtlasi ka intuiitiivne ja põhineb Eesti majanduse olukorral. Eesti majanduse avatust arvesse võttes ongi vahetuskursikanali domineerimine ootuspärane. [---] Teisest küljest on vahetuskursil oluline mõju avatud sektori lisandväärtusele. Kuna Eestis domineerib avatud sektor, võib loomulikult järeldada, et vahetuskursi mõju on keskse tähtsusega ka kogu majanduse arengule” (Sepp ja Randveer 2002).*

**Eelnevast järeldub – vähemalt tollases analüütilises kontekstis –, et ka ilma valuutakomitee automatismi eripärata oli vahetuskursi küsimus kesksel kohal ja muud kanalid mõjult vähemolulised. Seda toetab ka näiteks: „Siirderiikides ei olnud intressimäära peamise rahapoliitilise instrumendina kasutamise tingimused väidetavalt täidetud, sest finantsturg ei olnud piisavalt välja kujunenud ja intressimäärakanal oli suhteliselt väheaktiivne. Seetõttu väideti sageli, et fikseeritud vahetuskursi režiimid on nende riikide jaoks sobivaimad**

---

65 Siin on täiendav argument ka riskitegur. Liikumist valuutakomiteelt tavalisele fikseeritud kursile seostavad finantsturud tõenäoliselt vahetuskursiriski kasvuga (nõrgem pühendumine (commitment) vahetuskursi stabiilsusele). Suurema valuutapiirkonnaga liitumine tähendab kursiriski kadumist.

66 Tsiteeritava allika autori lisamärkus.

rahapoliitilised lahendused”(Sachs 1996). Võrdluseks võib tuua põhijoontes sarnast loogikat järgiva Sloveenia keskpanga tollase seisukoha rahapoliitika ülekandemehhanismi suhtes:

„Tingituna Sloveenia majanduse suurest avatusest on vahetuskursikanali mõju reaalsektori käitumisele ilmne. [---] Impordihindade muutumise kaudu on sellel otsene mõju tarbijahinnaindeksi kasvule ning ettevõtete ja pankade välismaise laenuvõtmise kaudu kaudne mõju kodumaist nõudlust rahastava laenupakkumise kasvule. Peale selle, et vahetuskurss mõjutab kirjeldatud viisil hinnata-  
seme muutumist, määrab see ka kodu- ja välismaiste kaupade ja teenuste suhtelised hinnad (ostujõu pariteedi), mis mõjutavad majanduse välistasakaalu. [---] Intressimäärakanali mõju on suhteliselt ebaoluline” (Banka Slovenije 2002).

**Loomulikult ei seleta ainuüksi põhimõtteliselt sarnased järeldused vahetuskursikanali kohta veel erinevaid raha- ja vahetuskursipoliitika valikuid.** Eelöeldu kinnitab vaid seda, et vahetuskurss oli oluline ka Sloveenias, ning ilmselt põhjendas osaliselt ka sealset tol ajal kasutusel olnud juhitud vahetuskursi (*managed float*) režiimi. Siiski ei seleta see veel kõike, sest raha- ja vahetuskursipoliitika kui terviku valiku tagamaad on laiemad kui ainult rahapoliitika ülekandemehhanismi küsimused. Igal juhul pole siirdemajandusega riikides rahapoliitika ülekanne lihtne küsimus, sest ülekandeahelad ja nende toimimisviis on veel välja kujunemata.

**Eesti valikute üks tagamaid oli välisvaluutalaenude väga lai levik siseturul.** Seda võimaldas 1994. aastal tühistatud välisvaluutaseadus ja tehniliselt tähendas see (paiguti tunduvalt) odavamate välisvaluutalaenude pakkumist. Aastaks 2001 oli 66% eraisikute laenudest välisvaluutas (valdavalt eurodes) ja aastaks 2010 küündis nende arv juba 86%ni, mis teeb kümnendi keskmiseks 80%. Tingimustes, kus majandusagentide tulud on koduvaluutas ja laenuvad välisvaluutas, on nii riigi vääringu devalveerimine kui ka ujuva vahetuskursirežiimi kasutamine raskendatud<sup>67</sup>.

**Lisaargument fikseeritud vahetuskursi poolt on väikese avatud majanduse vahetuskursi volatiilsus, eriti suurte kriiside ajal.** Siin jääb ilmselt üheks igaveseks aruteluteemaks see, kas väikese avatud siirdemajanduse puhul kaa-

---

67 Põhiküsimus on siin see, mis juhtub niisuguses olukorras laenuvõtjatega koduvaluuta kursi järsu ja püsiva languse korral – kas tekkiva kahju hüvitab näiteks riik või jäetakse see laenuvõtjate kanda. Näidete puudumine heade lahenduste kohta ajaloost on valuutalaenude peamine vastuargument.

lub ujuva vahetuskursi paindlikkus üles fikseeritud kursiga tagatava investeermiskeskonna stabiilsuse või mitte. Seejuures on küllaltki oluline vaa-  
deldava riigi suurus. Suuremaid Kesk- ja Ida-Euroopa riike (nt Poolat) ei saa  
Eestiga hästi võrrelda, sest neil on suurem siseturg ja sellega kaasnev väike-  
sem volatiilsuse risk. Lisaks tuleb arvestada ka sellega, kui suur osatähtsus on  
finantssektoris väliskapitalil, sest selle roll on maailma rahapoliitika ajaloos  
olnud vägagi erinev. Suure kriisi korral pole välisinvestorite reaktsiooni või-  
malik piisava kindlusega ette näha. Sellest tuleb juttu veel edaspidi, globaalse  
finantskriisi kontekstis.

Eelnevaid mõttekäike kombineerides muutub arusaadavaks, miks ujuva vahe-  
tuskursi režiimi kasuks ümberotsustamine 2000ndate alguses oleks olnud  
keeruline, kuigi võimalik. Sellest vaatepunktist mõjus EKP otsus valuutakom-  
itee lubatavuse kohta ERM2 lepingu raames toetava argumendina senise  
lahenduse jätkamiseks. **Keskne küsimus polnud enam, millist valikut teha,  
vaid kui kaua läheb veel aega liitumiseni euroalaga pärast Euroopa Liidu liik-  
meks saamist 2004. aastal.**

**Ametlikes dokumentides** võeti Eestis suund euroalaga liitumisele kohe pärast  
Euroopa Liiduga ühinemist (Eesti liitus ERM2-ga 28. juunil 2004, vahe-  
tult pärast ELiga liitumist). Tol ajal seati eesmärgiks euro kasutusele võtta  
2007. aastal. See oli kirjas Eesti 2003. aasta ühinemiseelses majandusprogram-  
mis, mille valitsus kiitis heaks 12. augustil 2003. Küsimust, mis oleks saanud  
ilma euroala liikmelisuse perspektiivita, siinkohal käsitlema ei hakata, kuna  
Eestil puudus nn plaan C; plaan B oli jätkata valuutakomiteega kuni euro  
kasutuselevõtuni ka juhul, kui üleminek venib.

Kui piirduda vaid Kesk- ja Ida-Euroopa riikide (seniste) lahendustega ühine-  
misel euroalaga, siis näib, et kasutati kaht põhilist skeemi. Ujuva kursi korral  
rakendati vahetuskursi kontrollitud tugevnenemist siirdemajanduse vajadus-  
tele kohandatud inflatsiooni eesmärgistamise režiimis (Sloveenia ja Slovaki-  
a). Teine lahendus oli äärmuslikult fikseeritud vahetuskursi valuutakomitee  
režiimis, mida kasutati Eestis. Peamine erinevus seisneb nominaalse ankru  
valikus: Sloveenias ja Slovakkias oli selleks inflatsiooni ja vahetuskursi kom-  
binatsioon ning Eestis ja Lätis vahetuskurs.

**Ideoloogilise vahetuskursi võttena** tuleb märkida, et valuutakomitee süsteemi  
populaarsuse kõrghetk jäi 1990ndate teise poolde, kui selle sobivust kaaluti ka  
suurte riikide (Venemaa, Ukraina, Indoneesia) jaoks, kus seda siiski kasutu-  
sele ei võetud. Pärast Argentina valuutakomitee kokkuvarisemist 2002. aastal



ja Eesti liitumist euroalaga 2011. aastal on ülejäänud valuutakomiteed tänaseni alles, kuigi nende populaarsus rahapoliitilise alternatiivina on kahane-  
nud. Teisalt kõlas juba 1990ndatel arvamus, et valuutakomitee on sobiv vaid  
väikestele, väga avatud ja peamiselt teenustel põhineva majandusega majan-  
dustele (nagu Hongkong). Tänu oma väiksusele ja avatusele olid ka Baltimaad  
selle valiku kandidaadid (nt *Sachs 1996*). **Kui aga lähtuda sellest, et valuuta-  
komiteed loeti sageli siirdeaja üleminekurežiimiks, võib Eesti valuutakomi-  
tee lugu nimetada ka ligi 20 aastat kestnud üleminekuks.** (Siit tuleb raamatu  
pealkiri: *Pikk üleminek: Eesti valuutakomitee 1992-2010*).

Rahapoliitika kujundamise Euroopa Liiduga ühinemise eel lõpetavad prakti-  
lised kaalutlused – muudatusi tehti rahapoliitika operatsioonilise raamistiku  
täiustamiseks ja ajakohastamiseks. Arvestades muutusi finantssektoris, erines  
Aasia-Vene kriisi järgne aeg tunduvalt sellele eelnenud perioodist.

## 7.2. RAHAPOLIITILINE RAAMISTIK EUROOPA LIIDU LIIKMEKS SAAMISE EEL

Otsus, et valuutakomitee lahendusega jätkatakse kuni euroalaga ühinemiseni, tehti (üldjoontes, kuid mitte veel kõigis üksikasjades) 2000. aasta kevadel. **See tähendas, et põhjalikke muudatusi rahapoliitilises raamistikus polnud vaja kavandada.** Selline lähenemine näitas ka, et (vähemalt osalist) EKP rahapoliitika matkimist n-ö õppeotstarbel ei peetud vajalikuks. Lähtuti sellest, et majanduse kohanemise mehhanismid on valuutakomitee tingimustes valdavalt samad kui valuutaliidus. Seetõttu ei olnud Eesti euroalaga liitumisel ette näha rahapoliitika olulist muutust, nii nagu see oli ja on ujuva vahetuskursi kasutajatel.

**Sellegipoolest oli tuntav vajadus kaasajastada olemasolevat rahapoliitika raamistikku.** Sellel oli kaks peamist põhjust: esiteks oli vaja selgust, kas Aasia-Vene kriisi käigus tehtud muudatused on alalised või ajutised, ning teiseks olid finantssektoris toimunud olulised muutused, mille tagajärjel oli süsteemselt oluliste pankade kontrollosalus läinud välisinvestorite kätte<sup>68</sup>. Selle tulemusena oli Eesti finantssektor Euroopa Liiduga ühinemise hetkeks juba valdavalt Põhjamaade finantssektori osa koos kõige sellest tulenevaga nii positiivses kui ka negatiivses mõttes (see küsimus tõuseb eriti selgelt esile seoses globaalkriisi ja selle järelmittega).

**Rahapoliitika raamistiku 2001. aasta reformi käigus muutus Eesti valuutakomitee pigem konservatiivsemaks kui liberaalsemaks** (*Camilleri-Gilson 2004 loogikas*). Kui näiteks Leedu valuutakomitee nihkus 1990datel rahapoliitiliste instrumentide valikul tavapärasema keskpanga suunas, siis Eesti suund oli vastupidine. See viitas otseselt eurosüsteemiga kiire liitumise ootusele.

Ühtlasi tähendas see mitmete 1990ndatel kasutusel olnud rahapoliitika instrumentide, nagu keskpanga võlasertifikaatide ja valuutaforvardite, lõplikku kaotamist. Uusi nende asemele enam ei loodud. Ideoloogilises plaanis aitas sellisele arengule kindlasti kaasa hiljutine Aasia-Vene kriis ja tollal valitsenud *corner solutions*'i paradigma.

Suures plaanis jäi endiselt keskseks valuutaaken ehk keskpanga piiramatul võimalusel osta/müüa Eesti krooni ankurvaluuta (või samas koguses muude tähtsamate

---

<sup>68</sup> Vahemärkusena olgu öeldud, et ka see olukord oli vaid vaheaste kohalike suurpankade täieliku ülemineku teel mitteresidentide kätte. Säilinud kohalikus omanduses pankadel ei ole süsteemset tähtsust.

konverteeritavate väeringute kui euroekvivalendi) eest/vastu. Selle kõrval oli oluline ka miinimumreservide süsteem, kus tehti põhjalikud ümberkorraldused.

Tabel 7.1 kirjeldab tollast operatsioonilist raamistikku (EP aastaaruanne 2004)

Rahapoliitika vahendid	Tegevus
<b>1. Välisvaluuta ostu-müügi Püsivõimalus</b>	Eesti Pank kohustub piiranguteta vahetama Eesti krediidasutustega eurot, Ameerika Ühendriikide dollarit, Jaapani jeeni, Suurbritannia naela ja Rootsi krooni Eesti kroonideks ja vastupidi.
Välisvaluuta ostu- ja müügitehingute kursierinevus	Eesti Panga ja krediidasutuste vahelistes EUR-EEK valuuta ostu- ja müügitehingutes kursierinevus puudub (1 EUR = 15,6466 EEK). <i>Alates 1. jaanuarist 1999.</i>
<b>2. Kohustuslikud reservid</b>	<b>Eesti krediidasutusel on kohustatud teatud osa kaasatud võõrvahenditest hoidma likviidsena Eesti Panga poolt määratud varades.</b>
1) Kohustusliku reservi arvestusbaas	a) Võlgnevused klientidele; b) pankade poolt emiteeritud võlakirjad; c) võlgnevus välismaistele krediidasutustele; d) repotehingud; e) konsolideerimisgruppi kuuluvate finantseerimisasutuste kohustuste tagamiseks väljastatud finantsgarantiid; f) allutatud kohustused; g) valitsuse laenu- ja välisabifondid. <i>Alates 1. märtsist 2003.</i>
2) Kohustusliku reservi kuu miinimumnõude suurus	Üldmäär 13% ja erimäär 13% kohustusliku reservi arvestusbaasist. <i>Alates 1. märtsist 2003.*</i>
3) Kohustusliku reservi nõude täitmiseks kõlblikud varad	a) Hoiused Eesti Pangas; b) kvaliteetsed välismaised väärtpaberid – kuni 50% kohustusliku reservi nõude suuruselt. <i>Alates 1. juulist 2001.**</i>
4) Kohustusliku reservi kuu miinimumnõude täitmise arvestuspõhimõte	Kuu keskmise täitmise järgimine. Keskmise arvutamine algab iga kuu esimesel ja lõpeb viimasel kalendripäeval. <i>Alates 1. juulist 1996.</i>
Igapäevane miinimumnõue	40% kroonireservi nõudest. <i>Alates 1. jaanuarist 2001.</i>
5) Tasustamine	Euroopa Keskpanga deposiidiintress. <i>Alates 1. juulist 1999.</i>
<b>3. Hoiustamise püsivõimalus</b>	<b>Eesti Pank pakub krediidasutustele võimalust teenida kuu miinimumnõude taset ületavalt arvelduskonto kuu keskmiselt saldolt Eesti Pangas intressi.</b>
	Euroopa Keskpanga deposiidiintress. <i>Alates 1. jaanuarist 1999.</i>
<b>4. Võimalus müüa välismaiseid väärtpabereid Eesti Pangale</b>	<b>Väärtpaberid, mis vastavad kohustusliku reservi nõude täitmisele aktsepteeritavatele kvaliteedinõuetele.</b> <i>Alates 1. jaanuarist 2001.</i>

\* Erimäära rakendatakse üle kaheaastase tähtajaga kohustustele ja repotehingutele.

\*\* Kuni 1. märtsini 2004 kuulus kohustusliku reservi nõude täitmiseks kõlblike varade hulka ka krediidasutuste sularahakassa – kuni 20% kroonireservi nõude suuruselt.

Olulisemad erinevused rahapoliitilise raamistiku senisest vormist, mis kehtestati 1996. aastal (võrdluseks vt lisainfot 1.3), olid järgmised: miinimumreservide täitmist võimaldati nüüd ka kvaliteetsete likviidsete välisvarade abil, mitte enam ainult deposiidina keskpangas; kaotati võimalus arvestada pankade sularahakassat kohustuslike reservide hulka. Ühtlasi kinnistati Aasia kriisi ajal tõstetud kohustusliku reservi määr 13% (kohustusliku reservi nõue 10% + lisalikviidsusnõue 3%), kuid vastutasuks hakati kogu keskpangas hoitava kohustusliku reservi pealt maksma intresse. Samuti eristati hoiustamise püsivõimalus selgemalt kohustuslikest reservidest.

**Võib öelda, et rahapoliitika raamistiku kaasajastamine ühest küljest suurendas miinimumreservide rolli likviidsuspuhvrina ja teisalt vähendas turumootumusi**, sest reservide panku maksustav mõju vähenes tänu reservide turupõhisele tasustamisele. Ühtlasi lähendas see reform operatsioonilist raamistikku eurosüsteemi püsivõimaluste ülesehitusele. Eesmärk oli viia raamistik niisugusesse seisu, et eurosüsteemiga ühinemisel muutuksid sisuliselt vaid reservimäärad<sup>69</sup> ja lisanduks eurosüsteemi repolaenude ja muude rahapoliitiliste instrumentide raamistik, mida varem polnud niikuinii võimalik rakendada.

**Reservide piirava mõju (resp. raha multiplikaatori suuruse) seisukohast tähendas reform muutust rahapoliitika restriktiivsuse vähenemise suunas**, kuna reservide hoidmist hakati tasustama. Kapitali sissevoolu steriliseerimise mõttes muutus senine 13% reservinõue keskpanga deposiidis tegelikult 6,5% nõudeks, sest kuni 50% reservinõudest oli võimalik täita rahvusvaheliste turgude kvaliteetsete võlapaberitega. Vaatamata sellele oli 13% kommertspankade sissetulevatest võõrvahenditest ikkagi seotud Eesti keskpanga poolt kehtetatavatel tingimustel.

*De facto* tähendas see, et kuni 50% kohustuslikest reservidest seisis nüüdsest kaubeldavate väärtpaberitena Skandinaavia emapankade bilanssides. **Sellises olukorras otsustas kapitali sissevoolu suuruse riikide ja turgude suuruse erinevus**: Skandinaavia pankade jaoks olid ja on Baltimaad piisavalt väikesed ja kohalik tulusus piisavalt suur, et kapitali sissevoolu sellist tüüpi steriliseerimine oleks väheefektiivne. Ühtlasi säilis Eestis ka Basel II nõudest kõrgem kapitali adekvaatsuse määr 10%, kuid nagu edasises selgub, oli sellise operatsioonilise korralduse tagajärg vaid Eestis paiknevate Skandinaavia pankade tütarfirmade ja filiaalide kõrgem likviidsus ning kapitaliseeritus, olulist pidurit väliskapitali sissevoolule sellest ei kujunenud.

---

<sup>69</sup> Tollases miinimumreservide ülesehituses oli mitu ettevaatavat elementi, näiteks kohustuslike reservide erimäär, mis oli sisuliselt miinimumreservide ajalise eristamise võimalus (sarnaselt eurosüsteemiga: alla ja üle kaheaastastele kohustustele), kuigi seda ei kasutatud kunagi.

## ***Kirjandus***

- Balino, T., Enoch, C. (2007). *Currency Board Arrangements: Issues and Experiences* IMF, Washington DC.
- Banka Slovenije (2002). *Short-term Implementation of Medium Term Monetary Policy Framework of the Bank of Slovenia*. May.
- Camilleri Gilson, M.-T. (2004). *An Institutional Framework for Comparing Emerging Markets Currency Boards*. IMF Working Paper, WP/04/180.
- Catão, L., Rodriguez, S.L. (2000). *Banks and Monetary Shocks in Emerging Markets: How Far Can We Go with the 'Credit View'?*. IMF Working Paper, WP/00/68.
- Eesti Panga aastaaruanne (2004). Tallinn.
- Mishkin, F. (1996). *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*. NBER Working Paper, 5464.
- Ghosh, A.R., Gulde, A.-M., Wolf, H.C. (1998). *Currency Boards: The Ultimate Fix?* IMF Working Paper, WP/98/8.
- Kwan, Y.k.; Lui, F.T. (1999). *How Well Has the Currency Board Performed? Evidence from Hong Kong*.
- Lepik, I., Tõrs, J. (2002). *Structure and performance of Estonia's financial sector. – Thimann, C. (toim). Financial Sectors in EU Accession Countries*. Frankfurt a.M.: European Central Bank.
- Lättemäe, R. (2001). *Monetary Transmission Mechanism in Estonia – Some Theoretical Considerations and Stylized Aspects*. Eesti Panga toimetised, 4.
- Nenovsky, N., Hristov, K. (1998). *Financial Repression and Credit Rationing under Currency Board*. National Bank of Bulgaria. Discussion Papers,2.
- Pikkani, R. (2001). *Monetary Transmission Mechanism in Estonia – Empirical Model*. Eesti Panga toimetised, 5.
- Rivera-Batiz, L., Sy, A. (2000). *Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior*. IMF Working Paper, WP/00/97.
- Sachs, J. (1996). *Economic transition and the exchange-rate regime*. American Economic Review, 86, 2.
- Sepp, U., Randveer, M. (2002). *Aspects of the Sustainability of Estonian Currency Board Arrangement*. Eesti Panga toimetised, 5.
- Walsh, C.,E. (1998). *Monetary Theory and Policy*. London: MIT Press.

## 8. TAGASIVAADE EESTI PANGANDUSMAASTIKULE AASTATEL 1995–2005

*Erkki Raasuke*

Käesoleva peatüki eesmärk on vaadata läbi aktiivse turuosalise silmade tagasi Eesti panganduse dünaamilistele aastatele 1995–2005. Seda perioodi on varem käsitletud majandusajakirjanikud ja biograafid ning nad on teinud tänuväärse töö sündmuste täpsel kajastamisel. Siinne kirjatükk ei pürgi samasse kategooriasse, vaid vaatleb üldistades sündmuste kogumeid, millel oli autori arvates Eesti panganduse, aga ka laiemalt kogu majanduskeskkonna kujunemisel oluline roll.

Vaadeldavasse kümnendisse jääb suur ja kirev hulk sündmusi ja arengusuundi, millest paljudel oli edasisele kaalukas mõju. Nõrgemate mängijate kadumise tulemusel korrastus ja puhastus pangandusturg. Ajajärku iseloomustab ka pangandustoodete ja -kanalite hoogne areng, mis tõi lühikese aja jooksul klientideni enamiku moodsa jaepanganduse teenustest. Väärtpaberibörsi käivitumine andis kapitali väärtuse kasvule selge mõõtme ning Eestis loodi kujutletavat rikkust enneolematu tempos ja mahus. Tagasivaates paistavad mõned sündmused ja suundumused siiski olulisemad kui teised. Neil on olnud ehk suurem roll selles, et Eesti ja Eesti majandus on aastaks 2014 kujunenud just selliseks, nagu nad praegu on.

Käesoleva teksti autor töötas 1994–1998 Hansapangas *treasury* juhina, 1998–2001 grupi finantsjuhina ning 2001–2005 Hansapank Eesti juhina. Kindlasti on need ametid jätnud arvestatava jälje mälestustele ning painutanud hinnanguid ja kogemusi omas suunas. Seepärast ongi järgnevad seisukohad vaid ühe praktiku tagasivaade ja ei midagi rohkemat.

Soovides siiski osa sündmusi ja arengusuundi teistest olulisemana esile tõsta, tuleks autori arvates rõhutada Aasia kriisist alguse saanud sündmuste mõju, Rootsi kapitali mõju ja Euroopa Liidu liikmeks astumist.

### 8.1. AASIA KRIIS

Eesti majandus oli 90ndate keskel väga hõivatud omaenda kiire kasvu ja väljakutsetega. Igasugused välismõjud olid suhteliselt piiratud ja maailmamajanduses toimuvale palju tähelepanu ei jätkunud. 1996. aastal tegevust alustanud Tallinna väärtpaberibörs liikus hoogsalt üles ning kohalikule turule oli tul-

nud arvestatav kogus lühiajalist raha. Võib öelda, et 1997. aasta alguses alanud Aasia kriis jäi Eestis üsna pikalt märkamatuks. Kohalik börsimull lõhkes alles sügisel, kui kriis Kagu-Aasias oli juba üsna kaugele arenenud ning sealsete sündmuste negatiivne mõju maailma finantsturgudel rahutuse tekitanud. Eesti aktsiaturul toimuv pälvis palju kohalikku meediakajastust. Vähem räägiti aga sellest, et 1997. aasta sügisel toimus esimene tõsine spekulatiivne rünnak Eesti krooni vastu.

Eesti krooni kurss fikseeriti Saksa marga suhtes 1992. aasta juunis ja seda valuutakomitee lahendust on hinnatud üldiselt väga edukaks. Kindel kurss tõi stabiilsuse majandustehingutesse ning varasem hüperinflatsioon hakkas taganema. Usaldus krooni vastu kasvas. Sellele aitas oluliselt kaasa keskpank, kes pakkus kommertspankadele võimalust teha krooni müügi ja Saksa marga ostu tulevikutehinguid kuni seitsme aasta peale ette, kusjuures tehingu hinnaks oli fikseeritud keskкурс (EP ametlik päevakurs, millele mingisuguseid ostu-müügi preemiaid ei lisatud). Sisuliselt võimaldas keskpank kommertspankadel laenata Eesti kroonides kuni seitsmeaastase tähtajaga ja Saksa marga intressidega. Seda võimalust muidugi kasutati ning kommertspankad ehitasid üles üsna suure krooni lühikese positsiooni. Et enamik kommertspankade hoiustest oli Eesti kroonides, kuid pikaajalisi laene väljastati Saksa markades või Ameerika dollarites, kasvas pankade krooni lühike positsioon veelgi.

1997. aasta oktoobri viimasel nädalal hakkasid Eesti krooni tulevikutehingutest huvitatud välispankad küsimustega Hansapanga poole pöörduma. Hongkongi dollar oli sellel hetkel suure surve all ning mõned uuendusmeelsed investeerimispankad leidsid n-õ järgmise huvitava projekti – Eesti krooni. Seda huvi toetas Eesti jooksevkonto suur puudujääk, mis viitas kehtiva süsteemi võimalikule haprusele. Tõmmati paralleele Indoneesia, Malaisia ja Koreaga.

Esimese päeva pealelõunaga sõlmiti tavapäratult suur hulk ühe ja kolme kuu tulevikutehinguid, kus välispank müüs Eesti kroone ja Hansapank ostis neid. Spekulatiivne huvi seisnes selles, et krooni müüja lootis tulevikutehingu tähtaja saabudes osta vajaminevad kroonid oluliselt odavamalt, kui oli algse tehinguga kokku leppinud, ning teenida seeläbi kasumit.

Suur krooni müügihuvi tulevikus hakkas kiiresti tõstma rahaturu intressimäärasid. Varem Saksa marga tasemega võrreldavad intressid tõusid kiiresti kahekohaliseks. Hansapangale oli see huvitav ja kasulik. Oli võimalik tööle rakendada olemasolev krooni lühike positsioon ning saada sellelt kopsakat kompensatsiooni. Peagi aga selgus, et välishuvi potentsiaalne maht üle-

tab kiiresti panga võimalused ning seesmise riskijuhtimise otsusega ei olnud Hansapangal lubatud krooni positsiooniga pikaks minna. Et müügihuvi võimalikult hästi ära kasutada, müüs Hansapank valuutarünnaku teise päeva hommikul teistele Eesti kommertspankadele nii palju tulevikukroone kui võimalik ja ostis vastu Saksa markasid. Euroopa turgude avanedes vahendas pank samad mahud välisspekulantidele. Lühiajalised intressimäärad olid tõusnud üle 20% piiri ning välisruvi krooni kursi vastu positsioone võtta ainult kasvas. Teise päeva lõunaks oli see saavutanud mõõduka paanika ulatuse. Reutersi kauplemisekraan oli vilkuvaid küsimusi täis ning teine päringutelaine tuli telefoni teel. Hakkas tekkima kahtlus, et ehk on alge kaasaõhutamisega üle piiri mindud ning nüüd võib sündmuste käik muutuda kontrollimatuks. Huvitav oli, et mitmed suured välispankad, kellel varasemast puudusid krediidilimiidid Eesti pankade tarvis, olid võimelised need väga kiiresti üles seadma ning kasutusele võtma.

Teise päeva õhtuks hakkasid ärkama Skandinaavia investorid, kellel oli Eestis ettevõtteid ja investeringuid. Enda koduvaluuta mitme valusa devalveerimiskogemusega Soome ja Rootsi ettevõtjad soovisid päästa, mis päästa annab. Nüüd siirdus küsimuste- ja huvilaine Londoni ja Frankfurdi pankadelt Skandinaavia pankadele. Selleks ajaks küündisid aga krooni rahaturuintressid juba ligi 30%ni, mis muutis igasuguse kaitsmisstrateegia väga kulukaks. Sõlmiti mõned väikesemas mahus tehingud.

Kolmandaks päevaks hakkas Eesti pankade krooni lühike positsioon ammen-duma. Suuremad pangad ei tihanud vallandunud paanika tõttu ise kroonis pikka positsiooni võtta ja väikesemate kohalike pankade jaoks ei olnud välispankadel lihtsalt krediidilimiite. Et pankade likviidsusolukord ei lubanud suures koguses kroone välja laenata ja muid kroonis nomineeritud varasid ei olnud võimalik müüki paisata, hakkas paanikalaine vaibuma. Lihtsalt instrumendid spekulatsiooniks said otsa. Nädala jooksul kasutati ära kogu Eesti pangandussektori mitme miljardi krooni suurune lühike positsioon. Keskpanga aruannetest selgus hiljem, et krooni valuutapositsioon oli muutunud väikeses mahus isegi pikaks.

Krooni lühiajalised rahaturu intressimäärad jäid kõrgeks veel mitmeks kuuks ja selle mõju kandus edasi kohalikele ettevõtetele, kes kroonides käibekapitali laenu võtsid. Hansapangas oli dilemma, kas anda 8%ga lühiajalist laenu Eesti ettevõtjatele või teha oluliselt väikesema kapitalikuluga ja lisalikviidsust mittenõudev tulevikutehing näiteks Deutsche Bankiga ning teenida sellelt 24% tulu. Kindel on see, et järsult tõusnud intressimäärad pingestasid ettevõtete



finantsseisu ning andsid neile eelhoobi vahetult enne 1998. aasta augustit valandunud Venemaa kriisi.

Valuutarünnakud toimusid uuesti 1998. aasta keskel ja lõpus ning väikesemates mahtudes ka hiljem. Selleks ajaks olid aga kohalikud turuosalised juba hästi ette valmistatud ning ohtu krooni kursi kõigutamiseks enam ei nähtud.

## 8.2. ROOTSI KAPITAL

Eesti moodsa kommerts panganduse loomisel andsid suure panuse Soome pangad. Kunagised Suomen Yhdyspankki (SYP), Kansallis-Osake-Pankki (KOP) ja Postipankki olid 90ndate alguses Eestis väga aktiivsed ning paljuski just nende abiga loodi kaasaegsed arvelduslahendused ning igapäevane likviidsusjuhtimine. On huvitav, et need tihedad sidemed ei kasvanud üle omandisuhteks. Praegu kuuluvad Eesti neli suurimat kommertsbanka pangandusgruppi, millest kolme peakontor asub Stockholmis ja ühel Kopenhaagenis.

Rootsi pankade suurem huvi Eesti ja hiljem kogu Balti piirkonna vastu sai alguse panga kaudu, kellest seda ehk kõige vähem oodati. 1996. aastal sõlmis Hansapank Rootsi FöreningsSparbankeniga tehingu, mille käigus müüdi Rootsi pangale 30% suurune osalus Eesti Hoiupangas. FöreningsSparbanken oli sel ajal Rootsi suurim kohalik pank, kuid võrreldes teistega rahvusvaheliselt passiivsem, keskendudes eelkõige Rootsi väikeettevõtete ja eraisikute teenindamisele.

Vähem kui aasta pärast eelkirjeldatud tehingu lõpuleviimist alustasid Hansapank ja Eesti Hoiupank omavahelisi arutelusid võimalikust ühinemisest. Selleks ajendas mõlema panga kapitalivajadus, mis oli pärast 1997. aasta börsikrahi räsivat mõju eriti ilmne. Teisel katsel ning koos keskpanga sekkumisega sai ühinemine 1998. aasta suvel teoks. Sellega käis kaasas hulk segadust ja pahandusi, kuid neil ei olnud pikemas ajalisel vaates ehk olulist mõju. Tähtis on see, et ühinemise järel sai uue panga kõige suuremaks aktsionäriks FöreningsSparbanken – 7% suuruse osalusega.

Hansapank oli pidanud võimaliku strateegilise osaluse müügi teemal eelläbirääkimisi Rootsi Scandinaviska Enskilda Bankeniga (SEB). Nende diskussioonide juurde naasti kohe pärast ühinemise registreerimist. Sisuliselt samadel päevadel toimus Aasia kriisi teise lainetusena Venemaa finantsüsteemi kokukukkumine. Rubla devalveerus ning paljud Venemaa ettevõtted muutusid maksejõuetuks. Vene ekspordituru järsk äralangemine viis paljud Eesti idaturule orienteeritud ettevõtted kriisi.

Ühinemisejärgne analüüs näitas väga selgelt, et uus Hansapank oli alakapitaliseeritud ning seda olukorras, kus laenukahjumid ootuspäraselt alles hakkavad kasvama. Omavaheliste läbirääkimiste tulemusena hakkas SEB ostma vabalt turult Hansapanga aktsiaid. Üldine börsikeskkond oli aga sedavõrd negatiivne, et suure ostja olemasolu küll peatas aktsiahinna languse, kuid ei

tõstnud seda. Mitmed Hansapanga kunagised asutajad ja paljud väikeaktsionärid soovisid oma kaotusi vähendada ning panid kas suure osa või kõik oma aktsiatest müüki.

Hansapangale ootamatult ilmus turule teine suur ostja – FöreningsSparbanken. Nad olid otsustanud, et suurima aktsionärina peab kontroll uues pangas kuuluma just neile. Mõne päeva jooksul vahetas omanikke väga suur hulk Hansapanga aktsiaid. FöreningsSparbanken näitas oma otsustavust, kui garanteeris Hansapanga uue aktsiaemissiooni täies mahus (mis lisas panga omakapitalile pea kolmandiku), tegi seda turuhinnast kaks korda kõrgema hinnaga ning ostis SEB-lt välja kõik Hansapanga aktsiad. Kahe nädala jooksul oli Hansapank väga tugevalt kapitaliseeritud ning selle uueks, konsolideerivaks omanikuks sai FöreningsSparbanken.

Need nädalad olid Eesti pangandusturu edasise arengu seisukohast üsna kriitilised. Ühinemise järel oli nagunii sündinud uus Eesti suurim pank. Et teistel Eesti kommertspankadel läks olukorra stabiliseerimise ja kapitali kaasamisega kauem, lisandus septembri ja oktoobri jooksul Hansapangale suur hulk uusi kliente. Aasta lõpuks oli Hansapanga eraisikute hoiuste turuosa kasvanud ligi 60% suuruseks ning arvelduste turuosa ületas 70%. Oli toimunud turu konsolideerumine kiirusega ja mahus, mida regulaator<sup>70</sup> tavaolukorras ei oleks kindlasti heaks kiitnud.

Hansapangast loobumise järel ostis SEB strateegilise osaluse Eesti Ühispangas, mis läks järgmisel aastal rohkem kui 50% ulatuses ning 2000ndate keskel täielikult SEB omandusse. Soome Sampo pank ostis Optiva panga, mis oli raskustesse sattunud Forekspanga järglane. Keskpank oli Optiva panga vahepeal üle võtnud ja saneerinud ning hiljem liitus see Taani Danske Banki grupiga. Ainukese välispanjana alustas Eestis nullist Soome KOP, mis hiljem liideti Nordea panga grupiga.

Eesti kommertspangandus oli leidnud uued ja tugevad omanikud ning turg konsolideerus ulatuses, mis on praeguseni Euroopa Liidus seninägematu. Eesti pankade integreerimine suurematesse pangagruppidesse oli siiski üsna aeglane. Kõige kiirem ja kõige tuntavam muutus oli välisfinantseerimise korraldamine emapanga kaudu. Sellest kohe järgmises alapeatükis.

---

70 Eesti oludes - keskpank

### 8.3. ÜHINEMINE EUROOPA LIIDUGA

Eesti suuremad pangad taastusid 1998. aasta vapustustest üsna kiiresti. Juba 1999. aasta oli taas kasumlik, kuigi laenuõudlus jäi tagasihoidlikuks. Järgmised aastad kulusid Eesti pangandusele euroopaliku ja põhjamaise näo andmisele. Muudeti tootemarke ja kommunikatsioonikeelt. Palju tähelepanu pöörati kontorivõrgu ja elektrooniliste kanalite arendamisele. Vaiksel hakkas koguma hoogu elamuehitus ning eluasemelaenust sai jaepanganduse uus keskne toode.

Selge liikumine Euroopa Liidu suunas kasvatas Eesti usaldusväärset ning vähendas riigi tunnetuslikku riski välisriikide silmis. Eestile sai ühinemisprotsessiga seoses osaks palju positiivset rahvusvahelist meediakajastust ning riigil tekkis paiposi kuvand.

Seoses kohalike pankade integreerimisega rahvusvahelistesse pangandusgruppidesse viidi mõned varem kohalikul tasemel juhitud funktsioonid üle peakontorisse. Nendest üks esimesi ning olulisemaid oli välisfinantseerimise korraldamine. Kohalikult turult kogutud hoiustest ei piisanud enam soovitava laenukasvu saavutamiseks. Seepärast hakkasid kõik pangad laenama raha sisse rahvusvahelistelt kapitaliturgudelt. Reeglina tehti seda kas sündikaatlaenu või võlakirjaemissiooni vormis. Iga pank sai aasta jooksul teha vaid piiratud arvu laenu tehinguid ning turu kontroll seadis piiri pankade laenugevuse kasvule.

Võõrfinantseerimise üleviimine vabalt turult emapanga *treasury*'sse muutis oluliselt varasemat mängumaad. Ühtäkki piirangud kadusid, riskimarginaalid vähenesid ning likviidsusrisk kadus. Raha oli võimalik laenata sisuliselt piiramatult ja väga madala hinnaga. Varasem oluline mõõdik – laenu ja hoiuste suhe – kaotas tähenduse.

Edukas ühinemine Euroopa Liiduga koos pankade välisfinantseerimise ümberkorraldamisega vallandas Eesti suurima laenubuumi. Sisuliselt nelja aastaga kasvas Eesti turu laenu ja hoiuste suhe 100% tasemelt 175%ni. Buumi vedasid eluasemelaenu ning kommerts-kinnisvara arendus. Kohalikud pangad leidsid palju häid põhjendusi, miks kasv peab just nii suur olema ning miks ei ole veel pikka aega turu küllastumist karta. Liiga vähe tähelepanu pöörati aga asjaolule, et kui tahes kiire laenumahu kasv (olenemata koguturu suurusest) suurendab riske ja loob moonutusi.

Ajavahemik 1995–2005 oli just see otsustav aeg, mil tänane Eesti kommerts-pangandus valmis vormiti. Selle perioodi algus jäi kauboikapitalismi ja segaduste aega ning see lõppes suurima laenubuumi ülespuhumisega ning väärt-paberibörsi kokkukuivamisega. Soovimata anda hinnanguid skaalal hea–halb, tundub selle teksti autorile, et vaadeldud ajajärgul pandi alus mitmele suundumusele, mis on kujundanud Eesti panganduse ja finantsvahenduse suuresti selliseks, nagu need täna on.

- Väikese ja avatud riigina oli Eesti suutnud hoida oma vääringu stabiilsena ligi 20 aastat. Kindlasti on sellel palju põhjusi ja arvatavasti oli mängus ka märkimisväärne kogus õnne. Küllap oli siin oma roll ka kohalikel pankadel, kes kogu selle perioodi jooksul olid mõistnud fikseeritud valuutakursi võimalusi ja piiranguid ning selle teemaga vastutustundlikult (ehk isegi kartlikult) ringi käinud.
- Rootsi kapitali mõju Eesti kommerts-pangandusele on raske ülehinnata. See on kaasa toonud stabiilsuse, kindluse, head juhtimistavad ning suure läbipaistvuse. Mündi teine külg tähendab aga kogu sektori strateegia kujundamist väljaspool Eestit, keerukate arenduste suunamist peakontorisse ja alatähelepanu väikesele turule. See tähendab ka finantsvahenduse äärmist panganduskesksust ning kapitaliturgude alaarengut.
- Eesti turg on sedavõrd väike, et suuremate pankade tõhususpüüdlustes võivad kohalik tunnetus ja signaalid ära kaduda. Selle kaasmõjuks võivad olla tarbetud üle- ja alapakkumised, mis teevad majanduskeskkonna rabe-daks ning pidurdavad selle pikaajalist arengut. Adekvaatsete turusignaali-olemasolu on vajalik ning vahel tuleb selleks isegi eraldi vaeva näha, et neid säilitada.

Aastad 1995–2005 olid huvitavad ja sündmusterikkad. Inimesed, kes selles osalesid, on saanud ainulaadseid kogemusi. On tehtud palju häid ja ka hulk ebaõnnestunud otsuseid. Loodetavasti saab perioodi 2005–2015 tagasivaadet kirjutades nentida, et varasem kogemus on hästi ära kasutatud ning sellele tugevam ja elujõulisem Eesti pangandus ehitatud.

## 8.4. KOKKUVÕTE SAJANDI ALGUSEST

*Ilmar Lepik*

**Kokkuvõtteks või öelda**, et aastad 2001–2005 olid strateegilises mõttes määrava tähtsusega, sest siis kujundati edasine majanduspoliitiline raamistik. Sellesse ajajärku jäi Euroopa Liidu liikmeks saamine ja selles tähenduses oli tollane majanduspoliitiline raamistik osalt Euroopa Liiduga ühinemise kõrvalsaadus. Väga mitmed sel üldiselt rahulikul ajajärgul vastuvõetud otsused ja Euroopa Liidu liikmeks saamisega kaasnenud muutused kujundasid järgnevat perioodi, sh Eesti majanduspoliitilist profiili tulevases globaalkriisis, ja teevad seda mõningal määral ka praegu.

**Kuni aastani 2005 oli Eesti rahapoliitika ja majandusreformide tee pidev edulugu, milles kahtlesid vähesed.** See kajastus ka riigireitingu hüppelises tõusus Euroopa Liiduga ühinemise järel, mis ei olnud nii ainult Eesti puhul, vaid kõikide 2004. aastal ELiga ühinenud Kesk- ja Ida-Euroopa riikide puhul. Asjaolu, et sellega kaasnenud madalad intressimäärad ja ülioptimistlike ootuste tekitatud üldine võla- ja majandusbuum osutus mõneti riskantseks teeks, selgus mõni aasta hiljem.

Majanduse seisukohast oli see hingetõmbeaeg, mis jäi Aasia-Vene kriisist toibumise ja ülemaailmse kriisi vahele. Selle taustaks oli pikk ja rahulik kasvuperiood ka maailmamajanduses (v.a dot-com-mull sajandivahetusel, mille mõju jäi siiski üsna piiratuks). Muu hulgas tuleb tähele panna, et Aasia-Vene kakikkriis ei tasakaalustanud Eesti majandust, vaid selle mõju üksnes vähendas tasakaalustamatust.

**Euroopa Liiduga ühinemise ajaks oli tasakaalustamatus kestnud juba nii kaua, et see muutus ka analüütikute jaoks teatud mõttes uueks paradigmaks** ehk millekski paratamatuks. Isegi IMF oli paiguti seisukohal, et jooksevkonto puudujääk võib olla jätkusuutlik, juhul kui seda finantseeritakse otseinvesteeringutega. Niisugust seisukohta toetas selleks ajaks levima hakanud arvamus, et jooksevkonto ei pea olema tingimata pidevalt tasakaalus (või ülejäägis). Kindlasti ei õigusta aga ükski teooria püsivat kahekohalist jooksevkonto puudujääki suhtena SPKsse. Tasakaalustamatus oli kasvanud liiga suureks.

Sellest, mis edasi juhtus, juba järgmistes peatükkides.

## 9. FINANTS- JA MAJANDUSKRIIS USAs JA EUROOPAS

### *Lenno Uusküla*

Selles peatükis antakse ülevaade nendest maailmamajanduse arengusuundumustest, mis võisid tekitada finants- ja majanduskriisi ning seda võimendada. Lisaks kirjeldatakse finantskriisi tekkemehhanismi, et hiljem vaadelda Eestis toimunud sündmusi laiemas kontekstis.

### 9.1. BUUM MAAILMAMAJANDUSES

Kuni 2007. aasta suveni räägiti maailma avalikkuses palju nn **suurest modratsioonist** (*the Great Moderation*) ehk sellest, kuidas ulatuslike kõikumistega majandustsükleid ei ole enam pikka aega nähtud. Mõningat vaidlust tekitas vaid küsimus, kas niisugune olukord on eduka majanduspoliitika või väikeste šokkide tulemus. Nii Euroopas kui ka Ameerikas oli väga pikka aega kestnud stabiilsusperiood. Majapidamised, ettevõtted, pangad ja valitsused olid harjunud püsiva kasvuga. Tööpuudus oli väike ning loodeti, et palgad vaid tõusevad. Halbu aegu ei paistnud tulevat. Selliste ootuste põhjal tehti isiklikus elus, ettevõtetes või valitsuse heaks töötades tulevikuotsuseid.

Inglise keskpanga endine juht Sir Mervyn King kirjeldas oma 2003. aasta oktoobris peetud kõnes 1992. aasta keskel alanud kümneaastast perioodi lühendiga NICE (non-inflationary consistently expansionary) – inflatsiooni- vaba järjepideva kasvu periood.<sup>71</sup> Intressimäärad olid kogu maailmas madalad. Riskivalmidust toetas USA Föderaalreservi Süsteemi poliitika anda kriisi puhkedes majandusse lisaraha. Näiteks lisas palju julgust Föderaalreservi aktiivne tegevus kriisi vältimiseks 2001. aasta 11. septembril New Yorgis toimunud terrorirünnakute järel. Sellist rahapoliitilist hoiakut nimetati *Greenspan put*'iks<sup>72</sup>.

---

71 Vt King, Mervyn (2013), <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historic-pubs/speeches/2003/speech204.pdf>

72 *Greenspan put*'i all mõeldakse rahapoliitikat, mida tegi USA Föderaalreservi nõukogu endine juht Alan Greenspan ja teised Föderaalreservi liikmed ajavahemikul 1987–2000. Termin *put* viitab müügioptsioonile, mille puhul optsiooni ostja omandab õiguse müüa vara vastaspoolele teatud kindla hinnaga; seda õigust võib kasutada, kui hinnad langevad kokkulepitud hinnast madalamale. Kui Greenspani juhtimise ajal tekkis kriis ja aktsiaturg langes enam kui 20%, alandas Föderaalreserv oma baasintressimäära, mis viis sageli reaalinintressimäärad miinusesse. Sisuliselt lisas Föderaalreserv sellega majandusse likviidsust ja toetas riskide võtmist finantsturgudel, et hoida ära olukorra edasine halvenemine.

Tegemist oli osalise garantiiga väärtpaberite hinnalanguse vastu. Kui aga väärtpaberite hindadel ei lasta alaneda, soodustab see ülemäärast riskivõtmist ja tekitab sellega moraaliriski (*moral hazard*).

Ka Euroopas olid keskpanga laenuintressid kaua madalad. EKP põhiliste refinantseerimisoperatsioonide (*main refinancing operation*, MRO) intressimäär püsis 2002. aasta lõpust kuni 2006. aasta keskpaigani alla 3%. Oma rolli mängis intresside madala taseme juures ka säästude üleküllus (*savings glut*). Kagu-Aasia riigid ja Hiina kogusid märkimisväärseid valuutareserve. Säästuraha paigutati suures osas USA valitsuse väärtpaberitesse. See hoidis võlakirjade nõudlust kõrgel ja rahvusvaheliste intresside taset madalal. USAs aitas aeglast inflatsioonitempot hoida aastast aastasse kasvav import Aasia riikidest. Euroopas toetas madalat inflatsioonitaset ka odavate kaupade import Ida-Euroopast.

**2007. aasta alguses teadsid paljud maailma finantssüsteemi ähvardavatest, peamiselt kinnisvaralaenudega seotud ohtudest, kuid mitte seda, millal ja kui suures ulatuses risk realiseerub.**<sup>73</sup> Finantsettevõtted andsid üha suuremaid laene laenusaaajate tausta põhjalikult kontrollimata. USAs olid populaarsed kõrge riskisusega hüpoteeklaenud (*subprime mortgage*) ehk laenud klientidele, kes tavatingimustel pangalaenu ei saanud. Laenu anti isegi nendele, kellel polnud ei sissetulekut, tööd ega vara, mistõttu selliseid laene kutsuti ka NINJA-laenudeks – *no income, no job, no assets*. See lõi eeldused kinnisvaramulli tekkeks USAs.

Ettevõtted, kes niisuguseid laene väljastasid, endale kuigi suurt riski ei võtnud. Suurem hulk laene ühendati (*bundling*) ja väärtpaberistati ehk need muudeti kinnisvaratagatisega võlakirjadeks (*mortgage-backed securities*, MBS) ning müüdi seejärel edasi. Need võlakirjad osutusid väga populaarseteks. Laenufirmad hankisid neile reitinguagentuuridest hinnangud ning müüsid neid investeerimispankadele, kes ei uurinud kuigi põhjalikult, mida nad ostavad. See, et kinnisvara tagatisel antud laenudest saab vähemalt osa raha tagasi, oli väga tõenäoline. Lisaprobleeme tekitasid pankade töötajate tasustamise põhimõtted, mis soodustasid riskide võtmist. Finantsregulatsioon ei katnud piisavalt investeerimispankade tegevust. Kõigele lisaks said kõrge riskisusega laene andvad pangad reitinguagentuuride omavahelise konkurentsi tõttu valida paremaid reitinguid andvaid reitinguagentuure.

---

73 New Yorgi ülikooli majandusprofessor Nouriel Roubini prognoosis juba 2006. aasta augustis, et kinnisvaraturu kokkukukkumise tõttu saabub peatselt pikk ja sügav majanduslangus. Vt Roubini (2006).



Laias laastus ei erinenud Euroopa majanduse arengusuunad USA omadest. **Ka mitmes Euroopa Liidu riigis, näiteks Hispaanias ja Irimaal, oli käimas hoogne kinnisvara hinnaralli.** Kinnisvarabuumi toetas pankade aktiivne laenu-tegevus ja erasektori võlakoormus kasvas kiiresti. Mitmed suured euroala pangad hoidsid märkimisväärseid positsioone USA finantsturul, sealhulgas kinnisvaraga tagatud väärtpaberite turul.

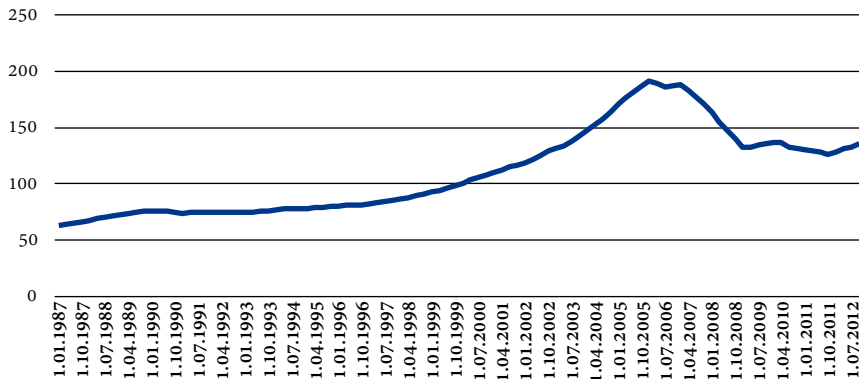
Sellegipoolest oli Euroopa majanduse olukord mitmes mõttes teistsugune kui USAs. Näiteks Irimaal ja Hispaanias kaasnes kinnisvara- ja tarbimisbuumiga tootlikkuse kasvu kohati märkimisväärselt ületav palkade kasv. Palgakulude suurenemine tähendas hinnasurvet ja nigelamaid ekspordivõimalusi. Peale selle tõusis mõnes riigis märgatavalt riigivõla tase suhtena SKPsse – ja seda hoolimata stabiilsuse ja kasvu paktis seatud eesmärkidest ja reeglitest. Nii mõnigi riik kasutas ka majanduse kasvuaastatel maksimaalselt ära lubatud kolme protsendist valitsuse eelarvepuudujääki. Teistele tehti erandeid, lubades eelarvedefitsiidi kõrgemat määra, või kasutasid nad loominguviisi puudujäägi varjamiseks. Euroopa olukorda kergendas küll veidi see, et siin puudusid ja puuduvad ka praegu suured investeerimispangad, mis ei kuulu pangandusjärelevalve alla.

## 9.2. FINANTS- JA MAJANDUSKRIISI PUHKEMINE

Euroopas tavapärasel puhkusekuul peatas Prantsuse päritolu pank PNB Paribas neljapäeval, 9. augustil 2007 kolme USA hüpoteeklaenu riskifondi (*hedge fund*) tegevuse. See oli märk ohust, et seda tüüpi väärtpaberid võivad olla ülehinnatud. Tegu oli esimese suure pangaga, kes väljendas oma võime- tust hinnata neid väärtpabereid õiglaselt. Seda kuupäeva peetakse finantskriisi alguseks.

USA kinnisvarahinnad olid saavutanud tipu 2006. aasta esimeses kvartalis (vt joonis 9.1). Sellega lõppes alates 1992. aastast kestnud periood, mil kinnisvara- hinnad polnud üheski kvartalis langenud. Suurem langus toimus 2007. aasta teisel poolel; 2008. aasta alguseks olid hinnad langenud 14,7% ja 2009. aasta alguseks 30,5%. USAs kinnisvaratagatisel väljastatud võlakirjade hinnad aga langesid palju rohkem kui kinnisvarahinnad ise. Neid võlakirju vahendasid nüüd vaid üksikud finantsettevõtted. Olukorras, kus kõik püüdsid neid kor- raga müüa, osutus likviidsus olematuks. Eriti halb oli see, et kahjud koondusid üksikutesse finantsettevõtetesse, mis olid süsteemse tähtsusega.

Joonis 9.1. Nominaalsed kinnisvarahinnad USAs, eluaseme hinnaindeks (Home price index), 2000Q1=100



Allikas: USA Föderaalreserv (FRED)

Usaldus pankade vahel kadus nii USAs kui ka Euroopas ning tagatisteta rahaturul<sup>74</sup> oli keeruline tehinguid teha, kuna ei teatud, kui palju kellelgi on nn mürgiseid<sup>75</sup> väärtpabereid. Ilma juurdepääsuta toimivale rahaturule oleksid paljud finantsettevõtted muutunud mittelikviidseks. Nad ei oleks suutnud täita oma kohustusi ega anda laenu. Pea kõik pangad kogu maailmas hakkasid korruga suurendama oma likviidsuspositsioone. Pangad, kellel oli investeringuid USAs, pidid oma põhitegevuse rahastamiseks müüma vara ka kõikjal mujal maailmas. Sellega kaasnes kapitali väljavool (*capital flight*), Euroopas peamiselt euroala ääriikiidest, ja suur nõudlus kvaliteedi järele (*flight to quality*). 9. august 2007 tähistas kriisi algust EKP rahapoliitiliste operatsioonide vaatepunktist. Turuosalised ootasid keskpangalt tavalisest oluliselt rohkem likviidsust, mida keskpang ka pakkus. Rahaturu pingeid väljendav vahe kolmekuuse tagatisteta laenu intressi (EURIBOR) ja tagatisega laenu intressi (EONIA SWAP) vahel kasvas sellele vaatamata.

Augustis 2007 tekkisid kohustuste täitmisel rahaturul raskused Briti pangal Northern Rock. Kuna tema ärimudel nägi ette välisturgudelt hangitud raha edasilaenamist Briti turule ja seejärel väärtpaberistatud laenude müüki, oli kinnisvaratagatisega võlakirjade hindamisega seotud raskustel selle panga tegevusele suur mõju. Septembris, kui usaldus kahanes veelgi, kiirustasid kliendid oma raha pangast välja võtma. Tegemist oli klassikalise pangajookuga (*bank run*), mida polnud Inglismaal ammu nähtud.

Finantskriisi puhkedes karmistasid paljud kommerts pangad ootamatult ja järsult oma laenuitingimusi<sup>76</sup>. Kui 2007. aasta kolmandas kvartalis oli ettevõtete laenuitingimusi leevendanud pankade arv suurem kui neid karmistanud pankade arv, siis neljandas kvartalis toimus pööre vastupidises suunas. Pankasid, kes teatasid, et olid viimase kolme kuu jooksul karmistanud laenuitingimusi, oli neljandas kvartalis 30% rohkem kui pankasid, kes seda polnud teinud. Seejuures oli pankasid, kes olid kolmandas kvartalis oodanud laenuitingimuste karmistumist järgmise kolme kuu jooksul, vaid 3% enam kui neid, kes olid oodanud leevendumist.

---

74 Tagatisteta rahaturg (*uncollateralized money market*) on olnud üks olulisi pankade tegevuse finantseerimise allikaid. See erineb tagatistega rahaturust selle poolest, et laenu võtmiseks ei ole vaja tagatisena valitsuse või erasektori väärtpabereid (võlakirju või aktsiaid).

75 Mürgisteks (*toxic*) nimetatakse väärtpabereid, mille hind on langenud, väärtust on raske hinnata ja millel puudub likviidne turg.

76 EKP pankade laenutegevuse uuringu põhjal. European Central Bank, Euro Money Market Survey, sept 2012.

**Euroopas finantseerivad majapidamisi ja ettevõtteid pangad.** Riikide SKPga võrreldes on Euroopa pangad suured. Seepärast on nende päästmine või ülevõtmine Euroopas palju kulukam ja keerulisem kui USAs. Näiteks Deutsche Banki varad on Saksamaa maksutuludest poolteist korda suuremad ja Barclaysi varad Ühendkuningriigi maksutuludest kaks korda suuremad. Seevastu Bank of America – bilansimahu järgi suurim pank USAs – varad moodustavad umbes poole sealsetest maksutuludest.<sup>77</sup> Pankade suhtelise suuruse tõttu langetasid Euroopa riikide valitsuste eelarved tugeva surve alla.

USAs kandus kriis kiiresti ka reaalmajandusse. Varade väärtuse vähenemine ja ebakindlus tuleviku suhtes sundis majapidamisi mõtlema ümber oma tarbimis- ja säästuotsused. Aastarvestuses olid investeeringud kahanenud juba alates 2006. aasta viimasest kvartalist. **Sügisel 2007 väljendus kriis ka tööturul:** kolmandas kvartalis löid USA ettevõtted juba märgatavalt vähem töökohti.

2008. aasta kevadine majandusareng ei olnud kiita. **Märtsis 2008 päästis Föderaalreserv investeerimispanga Bear Stearns.** Polnud veel täpselt teada, millised teised pangad ja kui suures ulatuses on finantskriisi tõttu kahju kannatanud. Kinnisvarahindade langus USAs jätkus, kuid polnud selge, kui palju need võivad veel kukkuda ning kui suur on pankade sõltuvus kinnisvarasektori laenudest ja nendest laenudest tuletatud finantsinstrumentidest. USA majanduse kogutarbimise kasv muutus 2008. aasta kolmandas kvartalis negatiivseks. See oli esimene kord vähemalt viimase paari aastakümne jooksul, kui tarbimine aasta arvestuses kahanes.

**15. septembril 2008 esitas avalduse pankrotikaitse saamiseks investeerimispank Lehman Brothers.** Tegu on varade poolest konkurentsilt suurima ettevõtte pankrotiga USA lähiajalooos. **Sügis 2008 tähistaski majanduskriisi vallandumise algust.** Paraku oli esialgu raske hinnata selle edasist ulatust. Consensus Economicsi hinnangud majandusväljavaatele muutusid kuust kuusse pessimistlikumaks ja see suund püsis väga pikka aega. Olukorra tõsiduse süvenedes aga õpiti taas kasutama olulisi ebakindlust väljendavaid näitajaid, nagu indeksit VIX<sup>78</sup>, mille väärtus tõusis ainuüksi pooleteise kuuga 25lt 80le (joo-nis 9.2). Aktsiaturul toimus 2008. aasta teisel poolel ja 2009. aasta alguses dra-

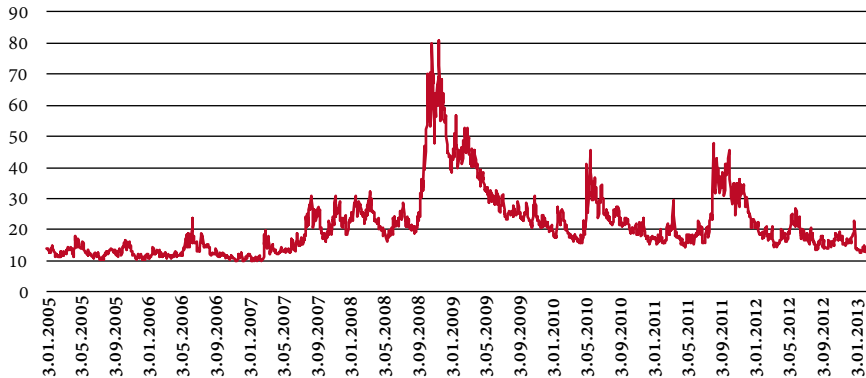
---

77 A. Persaud, <http://www.voxeu.org/article/financial-crisis-may-hasten-european-integration-slow-global-banking>.

78 VIX on S&P 500 indeksiotsioonide eeldatava volatiilsuse (*implied volatility*) indeks, mis väljendab turu ebakindlust järgmise 30 päeva suhtes. Selle arvutamiseks kasutakse Chicago aktsiaturul kaubeldavate aktsiate optsioone.

maatiline hinnalangus. VIXi väärtus oli olnud suurem vaid 1987. aasta musta esmaspäeva paiku, kui see küündis 150ni. USA S&P 500 indeksi saavutatud miinimumväärtus moodustas vaid umbes 43% selle maksimumväärtusest.

Joonis 9.2. Indeks VIX



Allikas: Bloomberg

**Liikumised Euroopa turgudel järgisid USA mustrit. Ebakindlust väljendava kolmekuulise EURIBORi ja kolmekuulise EONIA vahetuslepingu (*swap*'i) vahe püsis 2008. aasta keskpaigast alates suhteliselt suur. Kriisi süvenedes laienes aga lõhe veelgi. Euroopas kasvas ebakindlus ja usaldus rahaturul kahanes kiiresti, samuti langesid aktsiaturud.**

**Alates 2008. aasta teisest kvartalist kahanes Euroopas nii eksport kui ka import.** Euroopa Liidu neljanda kvartali eksport vähenes võrreldes eelmise kvartaliga 6,2% ja 2009. aasta esimese kvartali eksport omakorda lisaks 8,3%. 2009. aastal oli eksport 16,6% väikesem kui aasta varem. Suurimad kannatajad olid Slovakkia, Soome ja Sloveenia. Kõigis riikides kahanes SKP. 2008. aasta lõpus kasvas märkimisväärselt tööpuudus ja see suund jätkus kogu 2009. aasta jooksul.

**Mis täpselt nii mastaapse kriisi USAs ja Euroopas põhjustas, pole endiselt selge.** Ühel hetkel kahanes tarbimine, soikus kaubandus, langesid aktsiahinnad ja kõikvõimalikud hõive näitajad. Märgatavalt suurenesid ka volatiilsusnäitajad. Paljudes riikides langesid kinnisvarahinnad, kasvasid pankade oodatavad laenukahjumid ja kahanesid kasumid. Mis võis põhjustada varahindade languse? Kas mull lõhkes väliste tegurite mõjul juhuslikul hetkel või oli mull saavutanud oma maksimumsuuruse? Kinnisvarahindade kasv ja kõrge riski-

susega laenusegment on teatud määral majanduslikult kindlasti mõistlikud. Keeruline on aga teada, kus lõpeb mõistlikkuse piir. Küll paistis ühel hetkel, et kinnisvara on üle hinnatud ja sellesse investeerimine kahjumlik. Kriisi taustateguriks võib pidada ka USAs pikalt püsinud nn nullsäästu ajajärku, mis soodustas ekspansiivset laenamist.

**2009. aastaks arenes finantskriisist kõige sügavam majanduskriis pärast 1930ndate suurt depressiooni. Ühtlasi langes 2009. aastasse ka Euroopa võlakriisi alguspunkt – 16. oktoobril 2009 teatas Kreeka toonane uus peaminister Georgios Papandreou Kreeka parlamendis, et valitsuse eelarve puudujääk on seni arvatust palju suurem.**

### ***Kirjandus***

King, M. (2013). Kõne: East Midlands Development Agency/Bank of England Dinner, Leicester, 14 October 2013 <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2013/speech204.pdf>

Roubini, N. (2006). The Biggest Slump in US Housing in the Last 40 Years ...or 53 Years?, Roubini Global Economics (RGE) Monitor, 23 August 2006

European Central Bank (2012): Euro Money Market Survey, September 2012

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euromoneymarketsurvey201209en.pdf>

Persaud, A. (2008). The financial crisis may hasten European integration but slow global banking, VoxEU article 6 October 2008

<http://www.voxeu.org/article/financial-crisis-may-hasten-european-integration-slow-global-banking>

## 10. EESTI MAJANDUS ÜLEMAAILMSE KRIISI ALGUSES

### *Lenno Uusküla*

Käesolevas peatükis käsitletakse maailmamajanduse buumi ning finants- ja majanduskriisi väljendumist Eesti majanduses. Tausta loomiseks antakse kõigepealt ülevaade Eesti olukorrast 2000ndate esimesel poolel, buumi eeldustest ja arenemiskäigust, seejärel kirjeldatakse majanduskriisi algust.

**Eesti majanduse areng kulges buumi- ja kriisiaastatel üldjoontes samamoodi kui arenenud riikides.** Ka meie majanduses oli enne kriisi buum. Seda iseloomustas 10%ni kiirenenud majanduskasv, kusjuures kasvupotentsiaali suurusks arvati olevat vähemalt 6%. Potentsiaal hinnati alla alles pärast kriisi.

**Eesti peamine eripära võrreldes ülejäänud maailmaga oli siinse majandustsükli suur amplituud,** seda nii kasvuaastatel kui ka hilisema majanduslanguse ajal. Esialgu võimendas buumi kindlasti Euroopa Liidu ja NATOga liitumine, mis andis suurema kindluse majandusregulatsiooni suhtes, suurendas usaldust Eesti majanduspoliitika vastu ja stabiilsust. Samuti aitas stabiilsust hoida valitsuse küllaltki konservatiivne eelarvepoliitika koos madala võla-koormaga ja pensionireformi tarvis säätatud reservidega.

**Eesti olukorda kergendas see, et kinnisvara- ja tarbimisbuum kestsid siin võrdlemisi lühikest aega.** Kui maailmamajandus ja välisõudlus ei oleks suhteliselt kiiresti pärast buumi algust Eestis kokku kukkunud ja raha sissevool poleks peatunud, oleks Eesti majandus võinud hiljem sattuda suurematesse raskustesse. USA kinnisvarabuumi lõpp 2007. aasta teisel poolel ja optimismi jahtumine saabusid siiski liiga hilja, et buumi Eestis täielikult vältida. Kahju oli siis juba tehtud.

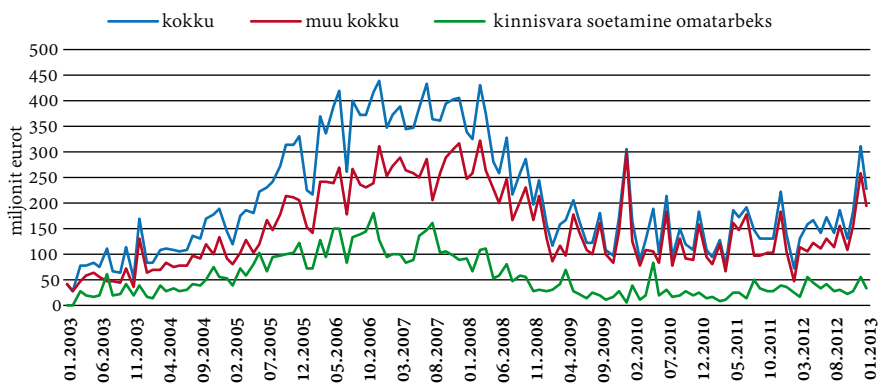
### 10.1. BUUMI EELDUSED

**Aastaid 2005–2007 võib kirjeldada kinnisvara-, laenu- ja tarbimisbuumina.** Eeldused selleks olid loodud siiski juba varem. Lisaks väikesele erasektori laenu ja SKP suhtele oli aastal 2005 kinnisvara hind võrreldes keskmise palga ja Euroopa riikide kinnisvarahindadega suhteliselt madal. Eeldusel, et Eesti jõuab paarikümne aastaga SKP, sissetulekute ja kinnisvarahindade poolest Euroopa keskmisele tasemele, võis kinnisvarainvesteeringutelt oodata märki-

misväärsset tulu. See asjaolu koos kasvava nõudlusega toetas kinnisvarahindade tõusu.

Olukorras, kus maailmas ringles külluses odavat raha, otsiti aktiivselt teenimisvõimalusi, leevendusid rahvusvahelised finantspiirangud ja kasvas usaldus Ida-Euroopa kui terviku suhtes, saabus raha Eestisse enamasti Skandinaavia pankade vahendusel. Nagu läänemaailmas, suurenes tarbijate ja investorite kindlustunne ka Eestis. Mitmed uued finantsinstrumendid tähendasid finantsvahenduse jõudsat arengut. Suuremate Eesti pankade ärimudel põhines (emapankade odava) raha sissetoomisel kas kapitali, laenude või hoiustena ning selle raha väljalaenamisel Eestis.

Joonis 10.1. Nominaalsed laenukäibed Eestis



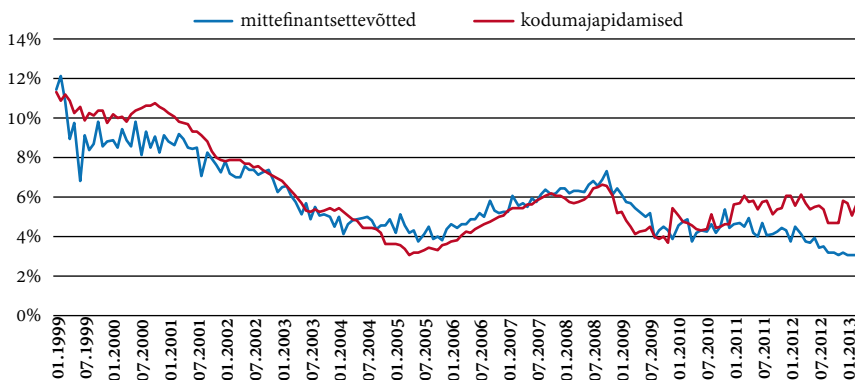
Allikas: Eesti Pank

Laenubuumi tekkimisele Eestis aitas kaasa ka pankadevaheline konkurents ja laenuitingimuste leevendumine. Esialgu väike laenukoormus pidi üsna kindlasti kasvama hakkama ning pankadel, kes olid läinud Skandinaavia pankade kontrolli alla, tuli pakkuda järjest soodsamaid laenuitingimusi, et mitte oma turuosa kaotada. See viis aga olukorrani, kus suuri eluasemelaene anti ka väga nõrga majandusliku taustaga perekondadele, kes sattusid finantskriisi järel suurtesse raskustesse. Nii mõnigi laen sarnanes eespool mainitud NINJA-laenudega USAs. Näiteks võis laenu saada noor madala haridustaseme ja väikese sissetulekuga leibkond, kellel polnud isegi omafinantseeringut ja kelle laenu tagatiseks oli sugulaste kinnisvara. Esialgu maksti pangale tagasi vaid laenuintresse, kuid laenu põhiosa maksmiseks sissetulekust ei piisanud. Peale selle oli ostetud kinnisvara viletsas seisus ning olukorra halvenedes oli seda tihti raske edasi müüa.



Kümnendi esimesel poolel mängisid kinnisvarabuumi soodustamisel oma osa alanevad intressimäärad. Kahanesid nii rahaturuintressid kui ka laenu-marginaalid. Laenude nominaalintressimäär saavutas madalaima taseme 2005. aasta alguseks, langedes umbes 4%ni (vt joonis 10.2), reaalsed intressimäärad olid aga kiireneva inflatsiooni tõttu nullilähedased. 2007. aastal reklaamiti kodu ostmiseks pakutavaid hüpoteeklaene kõige sagedamini intressiga kuue kuu EURIBOR + riskipremia, mis oli umbes 60 baaspunkti. 2007. aastal alanes reaalne intressimäär inflatsiooni tõttu koguni negatiivseks. Väga väike reaalintress, eriti kui see püsib pikemat aega, võib õhutada liigset riskivalmidust ja kujuneda buumi võimendajaks.

Joonis 10.2. Nominaalsed laenuintressid Eestis

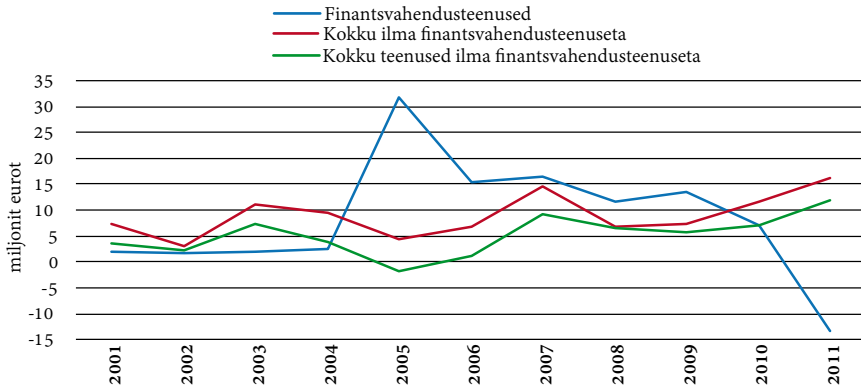


Ehkki buumiaastatel voolas raha Eestisse tehniliselt peamiselt läbi maksebilansikirje „muud investeeringud”, oli **tolleaegse retoorika kohaselt majanduse finantseerimisel suur osa otseinvesteeringutel**. Võrreldes portfelli- ja muude investeeringutega peetakse otseinvesteeringuid stabiilseks, need vähendavad kapitali väljavoolu (*capital flight*) võimalusi, sest tavaliselt paigutatakse raha siis otse tootmisse.

Eesti omapära oli aga finantssektori suur osatähtsus otseinvesteeringutes (eespool mainitud muud investeeringud olid oma olemuselt valdavalt emapankade rahasiirded tütarpankadele, vt joonis 10.3). Finantssektorisse tehtavad otseinvesteeringud mõjutavad majandust teisiti kui reaalsektori otseinvesteeringud, sarnanedes rohkem portfelliinvesteeringutega. Raha jõudis Eesti pankadesse, kes laenasid selle suures osas välja eluasemeostude rahastamiseks ja kinnisvarasektoris tegutsevatele ettevõtetele. Aastal 2005 tehti finantssektorisse otseinvesteeringuid

guid enam kui kümme korda rohkem kui aasta varem, isegi kui arvesse võtta Eestist väljaminevaid finantssektori otseinvesteeringuid<sup>79</sup>.

Joonis 10.3. Otseinvesteeringute sissevool Eestisse



Allikas: OECD

**Mil määral võis väliskapitali sissevoolu soodustada vahetuskursirežiim?** Maa-ilmakogemuse järgi loetakse fikseeritud vahetuskurssi (ülemäärase) kapitali sissevoolu soodustajaks (vt nt *Magud, Reinhart, Esteban & Vesperoni 2012*). Kõrvutades siinkohal vaid omavahel võrreldavaid maid, st ELi liikmetest Kesk- ja Ida-Euroopa riike, võib seda laias laastus kinnitada. Tagasivaates oli kogu Kesk- ja Ida-Euroopa piirkond kuni ülemaailmse kriisini investorite paradiis.

Arvulises väljenduses tehti aastatel 2004–2007 enim välisinvesteeringuid (siin: otse-, portfelli- ja muude investeeringute netosumma suhtena SKPsse) Bulgaariasse ja Lätti, vastavalt 25% ja 21% SKPst. Neile järgnesid Eesti ja Rumeenia, mõlema puhul umbes 15% SKPst, ning Leedu ja Ungari, vastavalt 11% ja 10%<sup>80</sup>. (Vahetuskursirežiimi mõju olulisuse kohta Kesk- ja Ida-Euroopa riikides ülemaailmse kriisi eel ja järel vt peatükki 12.)

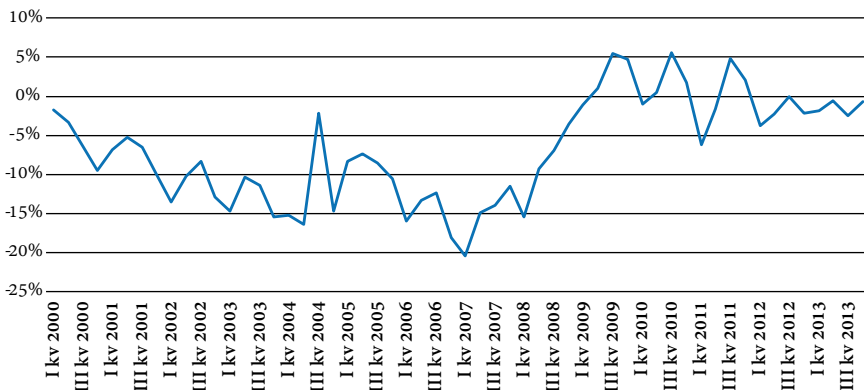
79 Tegemist oli osalt ka statistilise anomaaliaga, mille põhjustas Hanspanga lõplik ülevõtmine Rootsi Swedbanki poolt. See väljendus (ostja) otseinvesteeringute sissevoolus ja portfelliinvesteeringute väljavoolus, mis peegeldas müüjate rahapaigutusi 2005. aastal. Otseinvesteeringute väljavool (nii enne kui ka pärast 2005. aastat) oli samuti seotud sellega, et Swedbanki/Hansapanga grupp kuulusid ka Läti ja Leedu tütarpankad, mille kapitali suurendamine toimus Tallinna kaudu. Swedbank muutis pangagrupi finantseerimise struktuuri lõplikult Stockholm-keskseks alles 2011. aastal.

80 Mainitud riikidest kasutavad ujuvat vahetuskurssi Ungari ja Rumeenia, ülejäänutes on fikseeritud kurss.

**Samal ajal kinnisvarabuumiga vallandus ka tarbimisbuum. Kahe buumi põhjused olid omavahel tihedalt seotud.** Nominaalsed sissetulekud kasvasid aastatel 2001–2007 umbes kaks korda. Euroopa Liiduga ühinemine ei toonud küll kohe kaasa tööjõu vaba liikumist, kuid võimaldas teenuste vaba liikumist. Seda kasutasid ära mitmed Eesti ettevõtted, kes hakkasid teenuseid osutama Soome ettevõtetele (ja majapidamistele). Seega said eestlased teha Soomes tööd ilma kohaliku tööloata. Võimalus teenida kõrgemat palka välismaal ja kulutada seda madalamate hindadega Eestis tõstis kohalikku reaaltulu. Ehkki välismaal teenitud raha osakaal Eesti tarbimises oli siis veel küllaltki väike, tõstis selline teenimisvõimalus paljude inimeste ootused tulevase sissetuleku suhtes juba peaaegu ebarealistlikeks. Kuna samal ajal leevensid laenuitingimused, saigi tarbimise kasv pankade abiga teoks.

Kasvav tarbimine suurendas importi, sest paljusid (kestvus)kaupu Eestis ei toodeta ja kodumaine tootmisvõimaluste laiendamine on enamikul juhtudel aja- ning rahakulukas. **Jooksevkonto puudujääk kasvas 2006. aastaks 15%ni SKPst** (vt joonist 10.4). Juba alates 2002. aastast ja ka varem oli see olnud 10% lähedal SKPst. Ka teiste Balti riikide jooksevkontod olid suures puudujäägis. **Väikese ja kiirelt kasvava majanduse puhul tõlgendati seda peavoolu mõttes tollal pigem positiivselt:** välisresidendid usuvad Eesti majandusse ning soovivad siia oma raha investeerida. Olid ka mõned erandid, kuid tasakaalustamatuse eest hoiatajad olid küllaltki ebapopulaarsed; ka välismaistes käsitlustes prevaleeris tollal pigem "Balti tiigrite" kuvand kui kaine mõistus.

Joonis 10.4. Jooksevkonto suhe SKPsse



Allikas: ESA

**Teenimisvõimalusi otsides investeeriti odavat välisraha järjest riskantsematesse projektidesse.** Suure jooksevkonto puudujäägiga harjuti, see oli muutunud tavaliseks. Välisdefitsiit suurenes aastast aastasse, kuid sedagi sai tõlgendada positiivselt: usk Eesti majandusse on veelgi kasvanud. Oma osa tarbija kindlustunde paranemisel oli ka ehitusbuumil. Ehituses hõivatud inimeste hulk kasvas paari aastaga enam kui kahekordseks. Tööhõive kasvas ja märgatavalt langenud tööpuuduse tase suurendas kindlustunnet tuleviku suhtes veelgi.

**Stabiilsem keskkond tähendas aga ka võimalust suuremaks buumiks.** Kasvava stabiilsuse fenomen sarnanes paljuski suure moderatsiooniga USAs ja Euroopas. Erinevus oli ehk selles, et stabiilsus oli Eestis pigem oodatav ja mitte ajaloost õpitud (nagu Läänes). Arenevate riikide puhul on täheldatud ka seda, et majapidamised ja ettevõtted käituvad nii, nagu nad hindaksid majanduse hetkeolukorda kui midagi püsivat, mitte kui kiiresti mööduvat majandustsükli faasi (*Aguiar & Gopinath 2007*). Eestis väljendus see ootustes, et majanduskasv jätkub ka edaspidi peaaegu samas tempos nagu buumiajal.

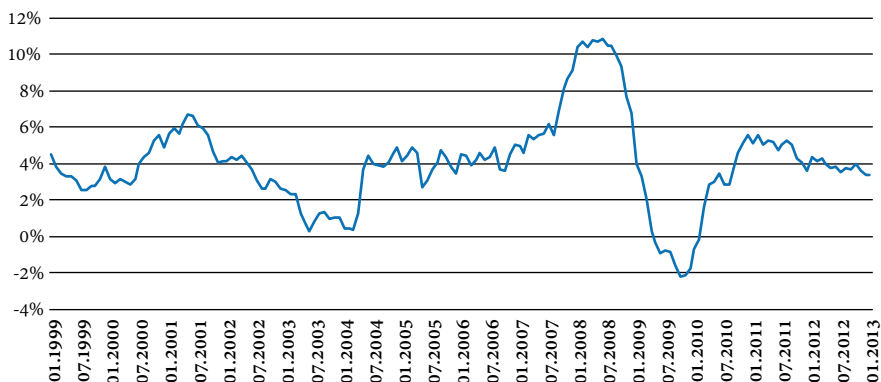
**Majanduspoliitika vaatepunktist on oluline märkida,** et valitsus oli alandanud üksikisiku tulumaksu määra ja sätestanud koalitsioonilepingus plaani seda edaspidi veelgi langetada. Maksustamisele kuuluvast tulust võis endiselt maha arvata endale eluaseme soetamiseks võetud laenu intressid. Ettevõtte tulumaksu reform toimus aastal 2000: tulumaksumäär uuesti investeeritud tulult kahanes tollaselt 26%lt nullini. Ettevõtted kogusid investeerimiseks likviidseid reserve. Kasumit oli mõistlik hoida ettevõttes ja mitte kiiresti ettevõttest välja võtta, sest vahepeal väljavõetud raha investeerimine mujale oleks tähendanud maksukiilu (*tax wedge*). Eestis võetud meetmed olid küllaltki sarnased USA omadega, kus president G. W. Bush kuulutas 2003. aasta detsembris välja *American Dream Downpayment Act*'i ehk seaduse, millega toetati peresid kodulaenude omafinantseerimisel. Samuti kehtisid ka USAs kinnisvaralaenudele tulumaksusoodustused.

## 10.2. ÜLEKUUMENEMINE JA KRIISI ALGUS

Ajavahemikul 2005–2007 püsis inflatsioonitase Eestis 4–5% lähedal. Seda ei peetud tol ajal, Lääne-Euroopale lähenemise tingimustes, liialt kõrgeks (ELi keskmine inflatsioon oli siis 2,2%-2,4%). Alles aastal 2008 muutus hinnatõus kahekohaliseks, kuid kuna see järgnes buumile, siis ei saanud selles näha märki kasvavast tasakaalustamatusest. Küll aga oli keskmine palk kasvanud juba pikemat aega. Tolle ajajärgu üks eripära oli püüe eristada nn head ja halba inflatsiooni: arutleti, mil määral oli inflatsioon loomulik tulutaseme ühtlustumisel Lääne-Euroopa omaga, mil määral ohu märk. **Palgakasv kiirenes igal aastal ja küündis 2007. aastal 20%ni.** Eriti märkimisväärne oli see kinnisvarasektoris, kus aastatel 2005 ja 2006 tõusid palgad enam kui 30% ja nii kuni 2006. aasta lõpuni. Ehitussektori palgakasv jälgis küll üldist palgakasvu dünaamikat, kuid seal tõusid palgad tunduvalt kiiremini kui muudes valdkondades. Palgatõus avaliku halduse sektoris kiirenes märgatavalt 2007. aasta alguses.

Raha sissevool, kinnisvarabuum ning hinna- ja palgakasv tõid kaasa tarbija ja tootjahindadel põhineva reaalse efektiivse vahetuskursi (REER – *real effective exchange rate*) kallinemise ning tööjõu ühikukulu (*unit labor cost*) suurenemise. See vähendas Eesti ettevõtete hinnakonkurentsivõimet. Reaalse efektiivse vahetuskursi kallinemine oli sarnane osa Euroopa riikide arenguga (nt Läti, Leedu, Portugal, Kreeka, osalt ka Iirimaa), kus sisenõudlus kasvas välisõudlusest kiiremini. Kui majanduses ilmnevad ülekuumenemise märgid ajal, mil peamiste kaubanduspartnerite inflatsioon on samuti kiire, siis ei pruugi efektiivne vahetuskurss sellest täies ulatuses märku anda.

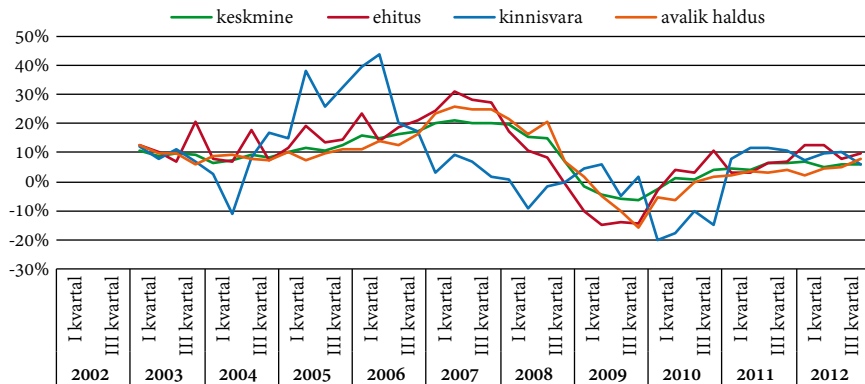
Joonis 10.5. Inflatsioon Eestis (võrreldes eelmise aasta sama kuuga)



Allikas: ESA

**Euroala omast kiiremat inflatsiooni selgitati peaausjalikult Balassa-Samuelsoni hüpoteesiga**, mis igapäevases kõnepruugis oli muutunud Balassa-Samuelsoni efektiks<sup>81</sup>. Mittekaubeldavate kaupade kiiremat inflatsiooni kui kaubeldavatel kaupadel ning kõrgemat inflatsioonitaset majanduses tervikuna ei käsitatud ohu märgina. Mittekaubeldavate kaupade hinna kasvu peeti (tagantjärele selgus, et ekslikult) kaubeldavate kaupade sektori tootlikkuse kasvu ülekandumise tulemuseks. **Tegelikult põhjustas odava raha sissevool tarbimisbuumi** ning mittekaubeldavate kaupade hinnad kallinevadki, kui pakkumine on lühiajaliselt piiratud ja kaubeldavate kaupade impordihind on fikseeritud maailmaturu hinna järgi. Ülekuumenemise märgiks oli sisenõudluse niivõrd suur kasv, et osal ettevõtetel ei olnud enam kasulik eksportida, vaid pigem müüa kaupu Eesti turul.

Joonis 10.6. Nominaalpalga kasv (võrreldes eelmise aasta sama kvartaliga).



Allikas: ESA

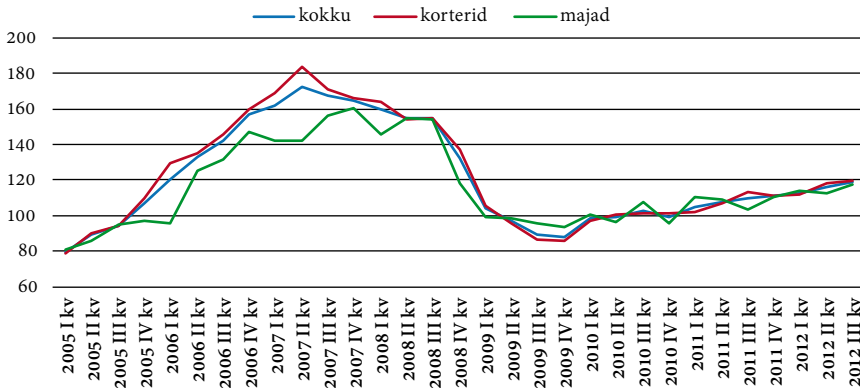
**2007. aasta suvel lõppes kinnisvarabuum** (vt joonis 10.7). Korterite hinnad olid saavutanud tipu aasta esimesel poolel, sama aasta teisel poolel need juba langesid. Eramute hinnatõus jäi veidi hilisemaks – need saavutasid kõrgeima taseme 2007. aasta viimises kvartalis. Teisest poolaastast algas kinnisvarabuumijärgne kohanemine. Kiire majanduskasv muutus justkui hetkega olematuks. 2007. aasta alguses rohkem kui 10%ni ulatunud majanduskasv kahanes kiires tempos. Sellegipoolest jätkus arvestatav tarbimisbuum. Jooksekonto puudu-

81 *Balassa-Samuelsoni hüpotees* - majandusmudel, mis tugineb eeldusele, et kaubeldavate kaupade sektoris erineb tootlikkus riigiti enam kui muudes majandussektorites. Balassa ja Samuelsoni hüpotees eeldab, et väikese avatud majandussüsteemi arengu aluseks saab olla vaid avatud ehk eksportiv sektor. Tehnoloogilisel arengul rajanev tootluse eeliskasv selles sektoris teeb võimalikuks nii tulu- kui ka hinnataseme erinevuste vähenemise tööstusriikide ja siirdemajandusriikide vahel.

jääk tõusis 2007. aasta esimeses kvartalis 20%ni, langes aasta keskpaigaks 15%le ja aasta lõpuks 11%le.

**Kinnisvarabuumi tipp ühtis laenubuumi tipuga.** Uute laenude nominaalne maht ei kasvanud enam alates 2006. aasta keskpaigast. Arvestades kerkivaid kinnisvarahindu ja ka märkimisväärselt suuremat inflatsiooni tähendas see, et laenude reaalne maht langes juba 2007. aastal. 2008. aastal hakkas ka väljantavate laenude nominaalne maht kahanema ning aastal 2009 väljastati kodumajapidamistele 2006. aastaga võrreldes kuus korda vähem laene. Ettevõtetele antavate laenude maht ei vähenenud nii kiiresti: veel 2008. aasta esimeses kvartalis sarnanes see 2006. aasta omaga. 2009. aastal moodustas kinnisvaralaenude jäägi kahanemine pea poole kogu laenujäägi kahanemisest (2006. aastal tuli kolmandik laenujäägi kasvust kinnisvaralaenude arvelt).

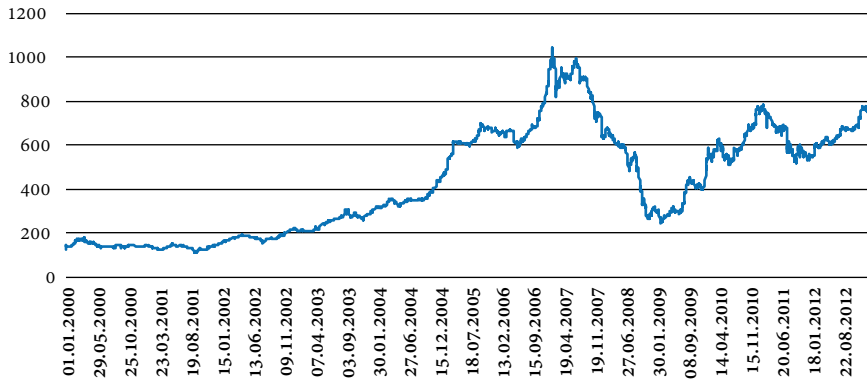
Joonis 10.7. Kinnisvarahinnad (aasta 2010 = 100)



Allikas: ESA

**Väliskohustuste kasv peatus 2008. aasta teises kvartalis.** Pankade laenuportfelli suurus püsis muutumatuna, sest uusi laene anti vaid tagasimakstud laenude ulatuses. Ettevõtete omavahelised krediidiilinid suleti, maksetähtjad lühenesid ja tähtaegadest kinnipidamist hakati rangelt kontrollima, mis põhjustas ulatusliku krediidi kokkutõmbumise (*credit crunch*). Raha sissevoolu peatumisega kaasnes kohaliku aktsiabuumi lõpp. Jaanuaris 2007 olid aktsiahinnad olnud rekordkõrgel tasemel ning börsiindeks ületanud 1000 punkti piiri. Pärast seda järgnes väike langus ja uus tõus tipnes 20. juuli 2007 indeksi väärtusega 992. Seejärel langes indeksi väärtus püsivalt: 9. augustil oli see veel 952, jaanuaris 2008 – 742 ja jaanuaris 2009 juba 285. Miinimumväärtuseni (245 punkti) jõudis OMX Tallinna indeks 3. märtsil 2009 (vt joonis 10.8).

Joonis 10.8. Tase/OMX Tallinn indeks



Allikas: Nastaq OMX Baltic (<http://www.nasdaqomxbaltic.com/>)

**Kinnisvara- ja laenubuumi lõpp 2007. aasta kevadel oli seotud mitme asjaoluga.** Kinnisvarahinnad olid jõudnud märkimisväärselt lähedale Euroopa pealinnade kinnisvarahindadele ning kinnisvara taskukohasus (ruutmeetrihinna ja keskmise palga suhe) oli muutunud varasemaga võrreldes palju ebasoodsamaks. Kinnisvarasektorisse oli lisandunud arvukalt uusi ettevõtjaid ning kinnisvaraarenduste kvaliteet oli halvenenud. Järjest enam osteti kortereid majadesse, mida ei olnud veel ehitamagi hakatud, mistõttu ehitajad ei teinud alati kvaliteetset tööd. Pankadel oli üha raskem leida uusi leibkondi, kellel oleks laenuvõimet. Laenukoormus SKP suhtes oli jõudnud kiiresti järele Euroopa keskmisele.

**2008. aastal muutus SKP kasv languseks, kuigi esialgu oli langus mõõdukas,** esimeses kolmes kvartalis vahemikus  $-1$  kuni  $-3\%$ . Kindlus tuleviku ja äripartnerite suhtes kadus. **Rahvusvahelise kaubanduse kokkukukkumine 2008. aasta lõpus avaldas Eesti ekspordile tugevat mõju,** see kahanes 2009. aastal  $21\%$ . Eesti olulised kaubanduspartnerid kannatasid kriisi alguses väga tugevalt. Soome ja Rootsi eksport vähenes palju rohkem kui teistes Lääne-Euroopa riikides. Rootsi kroon odavnes euro suhtes poole aasta jooksul enam kui  $15\%$ . 2009. aastal sisenes Eesti majandus täiemõõtmelisse ja laiapõhjalisse majanduskriisi, mis puudutas kõiki turge ja sektoreid.



### ***Kirjandus***

Aguiar, M., Gopinath, G. (2007). Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend. - *Journal of Political Economy*, 115.

Magud, N., Reinhart, C., Vesperoni, E.R. (2012). Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Credit Booms. IMF Working Paper WP 712/41.

# 11. MAAILMA MAJANDUSKRIISI MÕJU EESTILE

*Ilmar Lepik*

## 11.1. SISSEJUHATUS

Eesti majanduses algas jahtumine pärast 2007. aasta suve hinnatippu aktsia- ja kinnisvaraturul. Teise kvartali lõpuks oli varade hinnatase hakanud langema ja algas ka laenuhuumi taandumine. Seni oli läheneva globaalkriisi mõju Eestis avaldunud eelkõige rahvusvaheliste finantskanalite kaudu. Eesti finantssektor oli tihedalt seotud Põhjala pankadega ja alles nende kaudu ülejäänud maailmaga ning seetõttu polnud läheneva kriisi otsest mõju eriti tunda. Esialgu oli tegemist pigem taanduva ülekuumenemise kui kriisiga ning peeti võimalikuks (või isegi loodeti), et Eesti pääseb pehme maandumisega.

Selline lootus oli mõneti õigustatud, ja oli kooskõlas mitmete hilisemate tagasivaadetega: *"Booms sometimes die a natural death. The stock adjustment process that initially increased investment and durable consumption comes to an end. Increasing overvaluation reduces exports. Expectations of sustained fast growth turn out to be too optimistic and are revised downwards, leading to lower domestic demand. Credit quality deteriorates, leading banks to eventually tighten credit"* (Blanchard jt 2013). Sügava ja kõikehõlmava ülemaailmse kriisi puhul niisugune kirjeldus paraku ei päde.

Alates 2008. aasta esimesest kvartalist pöördus majanduskasv (SKP reaalkasv eelmise aasta sama perioodiga võrreldes) negatiivseks, kuid langus jäi kuni neljanda kvartalini mõõdukaks. Tõelise kriisi algus langes kokku maailma-kaubanduse kokkuvarisemisega.

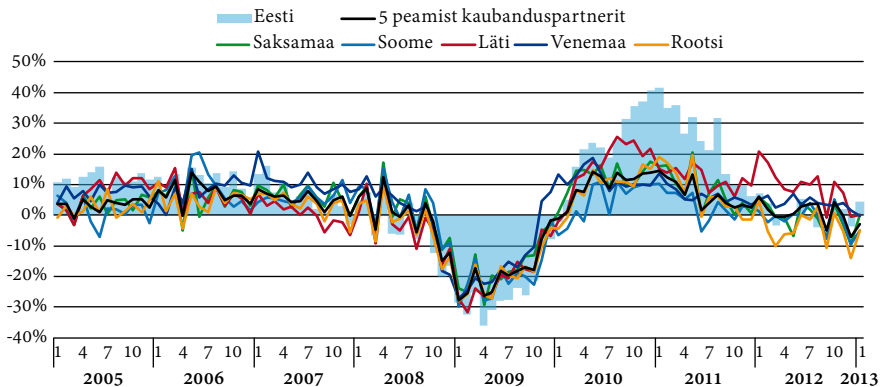
Väikese avatud majandusega Eesti jaoks tähendas see suure kriisi avalööki. Väga ruttu muutus oodatud pehme maandumine sama hästi kui vabalanguks. Aasta/aasta arvestuses kahanes reaalne SKP 2008. aasta neljandas kvartalis 11,7%. See oli aga alles algus: majanduslanguse põhi jäi 2009. aasta kolmandasse kvartalis (-19,3%). Kokku kahanes aastal 2009 Eesti majandus aastaarvestuses 14,7%.

Joonis 11.1 näitab languse sügavust ja ka seda, et kriis tabas tööstustoodangu näitel kõiki vaadeldavaid riike pea samal ajal ja samas ulatuses. Eestile ja Lätile kui väikestele avatud majandusega riikidele on sageli omane suurem volatiilsus nii langus- kui ka tõusuperioodidel. Volatiilsuse pikemaajalise

mõju suhtes majanduskasvule puudub teoreetikute seas üksmeel. Praegune peavoolu kirjandus peab liigset volatiilsust pigem negatiivseks, kuid selle lõplik mõju sõltub ka muudest teguritest, näiteks finantsturgude arengust (vt nt *Dabusinskas jt 2012*).

Oluliselt kasvas kriisi ajal ka tarbijate ebakindlus. **Tööpuudus, mis oli 2008. aasta maikuuks vähenenud 3,9%ni, hakkas kiiresti suurenema, kasvas pea katkematult 2010. aasta aprillini, mil see jõudis 19% tasemeni.** Eratarbimine vähenes koos SKP kahanemisega, pea sama ulatusega tööpuuduse kasv järgnes mõningase viitajaga. Samal ajal sissetulevad kapitalivood peatusid ja osaliselt pöördusid, sellega kaasnes vaid mõne kvartaliga jooksevkonto puudujäägi pöördumine ülejäägiks.

Joonis 11.1. Valitud riikide tööstustoodangu langus ja taastumine pärast 2008. aasta finantskriisi



Eesti jaoks tähendas kriis, olenevalt vaadeldavast näitajast, tagasilangust kas 2005. või 2006. aastasse. **Kriisi niivõrd suur ulatus tekitab küsimuse, kuidas reageeris sellele majanduspoliitika.** Üldiselt ei saa väikese avatud majanduse puhul eeldada nõudluse jõulist stimuleerimist, sest see *hajuks eeldatavasti üle piiride ära* ja selle finantseerimine oleks raske. Rahastamise vaatepunktist oli Eesti mõneti erandlikus olukorras – siin ei võtnud riik turgudelt laenu<sup>82</sup>, nagu see oli tavapärane mujal. Seetõttu ei saa *rangelt* väita, et laenuitingimused oleksid laenuvõtjale väga rasked olnud, ehkki teiste Kesk- ja Ida-Euroopa maade, sh Balti riikide kogemuse põhjal võib oletada, kui suured oleksid võinud olla

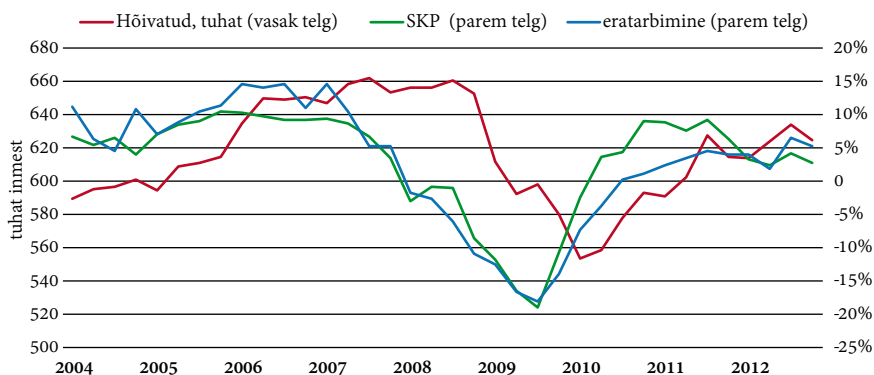
82 Ainus kogemus turgudelt laenamisega oli eurobond 2000ndate alguses. Sellega refinantseeriti 1990ndate rahvusvahelistelt finantsinstitutsioonidelt (IMF, Maailmapank, jne) võetud kallimaid dollarilaene, kuid see oli ülemaailmse kriisi alguseks tagasi makstud.

tuurintressid. Tol ajal Euroopa Investeerimispank (EIB) võetud laen ei olnud tavamõistes turutingimustel ja seda kasutati koos ELi struktuurifondide raha ümbersuunamisega majanduse pakkumispoole toeks (ettevõtete rahastamise tugipaketi raames).

**Majanduspoliitika reageeris kriisile peamiselt eelarvekärbetega**, sest riigieelarve polnud enam tegelikkusega kooskõlas. **Valitsuse reserveid**<sup>83</sup> (umbes 10% SKPst) kiire ja täielik ärakulutamine kriisi pikkust teadmata oleks olnud riskantne, kuid nende olemasolu oli Eesti jaoks suur eelis, sest puudus vajadus kohe laenu võtta. Eestis toimus kõik suhteliselt kiiresti - vaid ühe aasta jooksul, ja seega oluliselt teisiti kui võlakriisi hilisematel aastatel teistes riikides rakendatud pikaleveninud kasinuspoliitika (*austerity*) puhul (vt nt *Hansson ja Randveer 2013*).

Eraldi käsitlemist vääriks küsimus, **mil määral oli Eesti majanduspoliitika kujundajatel valikuvõimalusi**. Selle kohta on avaldatud erinevaid arvamusi; valikute vähesust toetab näiteks Anders Aslund (*Aslund 2012*). Pikem diskussioon väljuks käesoleva ülevaate raamest. Siinkohal on oluline tõdemus, et väikese avatud majanduse valikud suures kriisis ei ole mitmel põhjusel otseselt võrreldavad suurriikide omadega ja on tavaliselt piiratumad.

Joonis 11.2. Tööhõive ja kvartaalse SKP muutumine globaalkriisis



83 Stabiilsusreservi ehk majanduse stabiliseerimise reservifondi (SRF) (vt nt [http://www.ees- tipank.ee/sites/default/files/publication/et/Arhiiv/bylletaan/1999/index\\_10.html](http://www.ees- tipank.ee/sites/default/files/publication/et/Arhiiv/bylletaan/1999/index_10.html)) ei käsitleta siin eraldi teemana, kuna see ei moodustanud valitsuse likviidsetest reservidest kunagi üle 30%, kui 1997. aasta lõpp ehk fondi moodustamise aeg välja arvata. Samuti on stabiilsusreservi eesmärk aja jooksul märgatavalt muutunud – alates struktuurireformide rahastamise kaalutlustest kuni makromajandusliku stabiilsuse tagamiseni kriisiaegadel.

Enne kui asuda vaatlema suuremaid majanduspoliitilisi samme, tuleks mainida veel kaht aspekti, mida on tarvis tähele panna ülemaailmse kriisi käsitluse Eestit puudutavas osas.

- **Tööturgu reguleerivad õigusaktid.** Juhusliku ajalise kokkulangevuse tõttu jõustusid töölepingu seaduse varem ettevalmistatud muudatused kriisi ajal. Nendega lühendati koondamisest etteteatamise aega ja kärbiti koondamishüvitisi, osa makstavatest koondamishüvitistest nihkus tööandjatele töötukassale. Uuringud näitavad, et Eesti tööturg on töölepingu seaduse reformi järel muutunud paindlikumaks ja töötajate mobiilsus on suurenenud, kuid *ümberpaiknemine on toimunud rohkem hõive ja töötuse kui töökohtade vahel (Malk 2013).*
- **Pensionisüsteem.** Erinevalt mitmest naaberriigist Eestis kriisi ajal pensione ei alandatud. Pensionide indekseerimine lükati edasi tulevikku, mis tähendas, et pensione tõsteti esimestel aastatel pärast kriisi vähem. Ajutiselt peatati ka riigipoolsed kogumispensioni maksed<sup>84</sup>.

Järgnevalt tuleb vaatluse alla tollane majanduspoliitika: rahapoliitika, pakkumispoolse meetmena ettevõtluse tugipakett ja eelarvekärped<sup>85</sup> (kaks negatiivset lisaelarvet, mida vaadeldakse koos). Nõudluspoolset stimuleerimist Eesti majanduses kriisiajal praktiliselt ei toimunud.

---

84 Pensionide indekseerimise skeemi järgi ei saanud indeks olla negatiivne ehk pensionid ei saanud alaneda. Kuna 2009 oli deflatsiooniaasta, siis kujunes indeksi väärtuseks null ja *selles osas, mille võrra oleks pensione tulnud alandada, tõsteti kriisi järel pensione vähem.* See kehtib esimese samba ehk solidaarsuspensionide kohta. Teise samba ehk kogumispensionide maksed peatati 1. juulil 2009. aastal. Riigi poolt makstav osa taastati järk-järgult endise tasemeni: 2011. aastal oli see 2% töötaja brutopalgast ja 2012. aastal 4% nagu varem. Nendele, kes aastatel 2009–2010 isiklike maksed (2% brutopalgast) jätkasid, suurendati soovi korral kompensatsiooniks riigipoolset makset 6%ni, eeldades seejuures aastatel 2014–2017 töötajalt 3% oma-poolset panust.

85 Siin ei ole arvestatud 2008. aasta negatiivset lisaelarvet, mille roll osutus tagantjärele arvestuses (SKP on vahepeal ümber hinnatud) isegi suuremaks, kui alguses arvatud, ja mis moodustas umbes 1% SKPst. Kuna siis polnud kriis veel aktuaalne, seda 2008. aasta lisaelarvet tavaliselt kriisimeetmete kontekstis ei mainita.

## 11.2. RAHAPOLIITIKA JA FINANTSSEKTOR KRIISI AJAL

Raha- ja finantssektorit puudutav poliitika jäi kriisi ajal laias laastus samaks, tehti ainult kaks muudatust. See pole ka üllatav, arvestades reeglitele ja turgudele tuginevat valuutakomitee loogikat ja varasemaid Aasia-Vene kriisi kogemusi.

Esiteks tõsteti septembris 2006 ennetavalt pankade kohustuslike reservide (miinimumreservide) nõuet 13%lt 15%le. Selle sammu tegi keskpank ajendatuna tollasest jõulisest kapitali sissevoolust, laenuboomist, jooksevkonto süvenevast puudujäägist ja majanduse ülekuumenemise ilmingutest Euroopa Liiduga ühinemise järgsel ajal. ELi liikmena polnud Eestil sissetuleva kapitali steriliseerimiseks muid võimalusi. Sellega valuutakomitee instrumentide võimalused aga ka piirdusid.

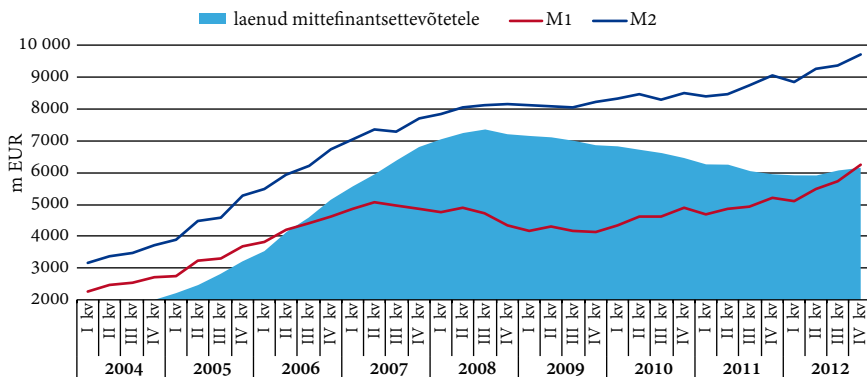
Lisaks miinimumreservidele täitis teatud määral sama eesmärgi ka tollal kehtinud normidest kõrgem, 10% suurune kapitali adekvaatsuse nõue. Kõigest sellest siiski ei piisanud, arvestades tollaste kapitalivoogude suurt mahtu ning Eesti majanduse avatust ja väiksust. **Mis oleks juhtunud, kui oleks võetud ebatavalisi meetmeid** – nt tõstetud reservinõue 50% tasemele – **ei ole võimalik tagantjärele teada saada**, kuid selline turgude ootustele vastupidises suunas liikumine oleks tollal olnud küllaltki kujuteldamatu. Lisaks oleks selline poliitika *olnud võimalik ainult ennetavana, mitte aga enam kriisi kõrgajal*, ja see oleks tollastes oludes olnud selgelt šokeeriv.

Meenutagem, et valuutakomitee raames ei kasutata ei steriliseeritud ega steriliseerimata interventsioone valuutaturul, samuti ei kehtesta valuutakomitee keskpang baasintresse. **Kapitali liikumise vabadus on üks ELi kolmest põhivabadusest ja tollane paradigma välistas igasugused kapitalikontrollid.** Üldine ja IMFi suhtumine sellesse küsimusse muutus alles pärast globaalkriisi, kui kapitalikontrolle hakati lubama teatud eritingimustel. See on siiski küllaltki hall tsoon ning IMF näib kriisi järel olevat seisukohal, et kapitalikontrollid on vaid äärmuslik abinõu ja mullistuste ennetamisel on kesksel kohal pigem arukas majanduspoliitika (vt nt *Grønn ja Fredholm 2013*).

**Teise muutusena** lisandus arvestatav lepinguline tugi viimase instantsi laenamise võimalusele. Eesti Pangal kui valuutakomitee keskpangal oli enne euroalaga liitumist vaid piiratud võimalus (krooni tagatisvarade ülekatte piires) anda laene Eestis tegutsevatele kommertsbankadele. Kui mõni suur pank oleks vajanud likviidsusabi, siis keskpangal oleks seda olnud võimatu anda.

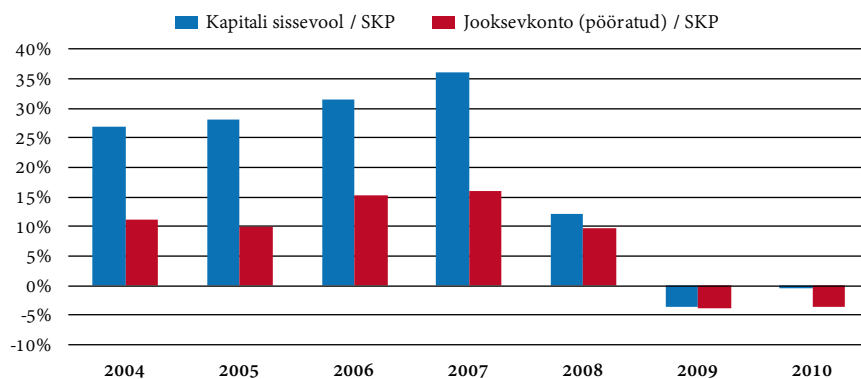
27. veebruaril 2009 sõlmisid Eesti Pank ja Rootsi keskpang ennetava kokkuleppe finantsstabiilsuse tagamiseks. Selle eesmärk oli toetada Eesti Panga võimekust pankade likviidsuse tagamisel valuutakomitee süsteemis ja suurendada kindlustunnet finantsturgudel. Lepingu maht oli kuni 10 miljardit Rootsi krooni. Enamik süsteemselt olulisi pankasid Eestis olid Rootsi pankade tütar-ettevõtted. Eesti Panga ja Rootsi keskpanga koostööd pankadele likviidsustoe pakkumisel asuti ette valmistama 2008. aasta esimesel poolel. Lepingu sõlmiseni ei jõutud enne 2009. aasta algust, sest Lehman Brothersi pankrotistumise järel vallandunud ülemaailmne finantskriis peatas ettevalmistused. Leping lõppes 2010. aasta alguses. Sellise laenu kasutamine oleks tähendanud *de facto* rangest valuutakomitee raamistikust loobumist. Ehkki ametlikult poleks laen Eesti Panga bilansis kajastunud, oleks tegu olnud valuutakomitee põhimõtte rikkumisega ehk tagatiseta raha ringlusse laskmisega.

Joonis 11.3. Rahapakkumine ja laenud mittefinantssektorile 2004–2012



Joonisel 11.3 kajastub peamiste monetaarnäitajate muutumine ülemaailmse kriisi ajal. Muutused lähtusid kahest allikast – rahututest aegadest maailmas ja sellest tulenenud Skandinaavia emapankade muutunud käitumisest. Siinkohal on ka õigustatud väide, et Eestis polnudki tegelikult finantskriisi kui sellist, vaid Eesti majandusse jõudis selle mõju üksnes Põhjamaade pankade kaudu. Joonis 11.4 näitab seost kapitali (bruto) sissevoolu ja jooksevkonto puudujäägi vahel.

Joonis 11.4. Kapitali sissevool ja jooksevkonto



**Finantssektor.** Eesti pangad pidasid kriisis hästi vastu, osaliselt seetõttu, et nende Põhjala emapangad pidasid Baltimaid kaudselt oma koduturu osaks (mis ei olnud ette kindel, neil olnuks võimalus ka teisiti toimida). Laenude teenindamiseks anti maksepuhkust ja tagatisvara ei realiseeritud nii kiiresti, kui seda oli tehtud buumiaastatel. Samuti ei nõudnud pangad toimivate laenude klientidelt lisatagatist, kui nende laenu tagatiseks oleva kinnisvara väärtus kahanes laenujäagi väärtusest väikesemaks.<sup>86</sup> Sisuliselt tegeles pangandus kriisiaastatel olemasolevate laenude haldamisega, mitte uute laenu andmisega, ja laenujäak hakkas vähenema.

**Pankadele kehtestatud rangemad kapitalinõuded ei suutnud ära hoida buumi teket, kuid andsid pankadele võimaluse halvad laenud ilma lisakapitali kaasamata maha kanda.** Kuivõrd ka vahetuskursi säilitamise võime seisukohast on otsustav tähtsus finantssektoril – ehk Eesti puhul süsteemse tähtsusega pankadel –, ei olnud krooni devalveerimine kriisi vältel päevakorral. See aga ei välistanud nakkusehirmu (*contagion*), eriti 2008. aasta lõpus, kui selgus Läti kriitiline olukord, mis lõppes ELi/IMFi abipaketiga. Oma osa devalveerimistootuste levimisel oli ka Põhjala päritolu välisinvestoritel, kes tegid järeldusi oma seniste kogemuste põhjal.

<sup>86</sup> See väide ei tähenda, et pankade käitumine oleks olnud päris samasugune nagu Põhjamaades, mis said kriisis suhteliselt vähem kannatada. Baltimaad ei ole vaatamata kõigele Põhjala panganduskontsernide jaoks siiski päris koduturud.



## 11.3. MAJANDUSPOLIITIKA KRIISI AJAL JA ETTEVÖTJATE VAADE

Käesolevas alapeatükis käsitletakse peamisi kriisiaegseid majanduspoliitika meetmeid: ettevõtete rahastamise tugipaketti, sisemist devalvatsiooni (*internal devaluation*) ja negatiivseid lisaeelarveid. Kasutades intervjuud Eesti Tööandjate Keskliidu (ETTK) esimehe Jüri Käoga, on lisatud ka äri-ringkondade arvamus kriisi ja selle vastumeetmete kohta.

### 11.3.1. Ettevõtete rahastamise pakett

Riigi tugipakett ettevõtetele algatati 5. veebruaril 2009. See oli vastureaktsioon tolleks ajaks märgatavalt halvenenud majandusolukorrale – lisaks välisnõudluse tunduval vähenemisele oli keeruliseks muutunud ka ettevõtete rahastamine. Mitu aastat kestnud laenuboom oli lõppenud. Globaalse finantskriisi tõttu olid Põhjamaade pangad muutnud Balti riikides rahastamisstrateegiat, võttes eesmärgiks viia laenude-hoiuste suhe tasakaalu 1:1 lähedale (buumi tippajal oli see suhe Eestis 1,75:1). Ettevõtete rahastamise olukord hakkas muutuma kriitiliseks, tugipakett oli mõeldud probleemide osaliseks leevendamiseks.

Esiialgu nähti tugipaketiga ette järgmised meetmed: lihtsustada ja täiendada KredExi<sup>87</sup> ja Ettevõtluse Arendamise Sihtasutuse (EAS) olemasolevaid meetmeid, täiustada ekspordi garanteerimise skeemi, toetada pangalaenude refinantseerimist, anda ettevõtetele omakapitali laenu ja luua krediidiin pankade rahastamiseks riigi garantiiga (valitsuskabineti istungi materjalid 4.02.2009). Vastuvõetud pakettis olid meetmed sõnastatud mõnevõrra teisiti, kuid sisulised erinevused olid väikesed. Et toetusi anti KredExi kaudu, on tugipaketti nimetatud ka ekspordi toetamise paketiks. Paketti rahastati ELi struktuurivahendite ja EIB laenu arvelt, seega võeti osalt varem kasutusele ELi finantsperspektiivi 2007–2013 vahendeid ja suunati need ümber EASist KredExisse.

Kasutuselevõetud paketi maht oli 1,98 miljardit Eesti krooni (126,5 miljonit eurot) ja moodustas tollasest SKPst 0,92%<sup>88</sup>. Sellele lisandusid veel laenukäendused. Kokkuvõtlikult saab öelda, et tugipakett tegi ettevõtjatele ühel või teisel moel kättesaadavaks ligikaudu 2 miljardi Eesti krooni suuruse laenuressursi ja

---

87 KredEx on finantsasutus, mis aitab Eesti ettevõtetel kiiremini areneda ja turvaliselt välis-turgudele laieneda, pakkudes laene, riskikapitali, krediidikindlustust ja riigi garantiiga tagatisi.

88 Kogu tugipaketi maht moodustas 2009. aastal umbes 1% SKPst, kuid kõike seda ei võetud kasutusele.

suurendas riigipoolse laenukäenduse ülempiiri (keskmise käenduse suurus oli 60% laenusummast).

Võrdluseks, aastal 2009 vähenes ettevõtete laenude jääk paketi mahust rohkem – 5,4 miljardi Eesti krooni võrra (345 miljonit eurot ehk 1,5% SKPst) ja kokku kahanes see 2009. aasta teisest kvartalist kuni 2011. aasta esimese kvartalini 13,3 miljardi Eesti krooni võrra (umbes 850 miljardit eurot). **Laias laastus leevendas tugipakett krediidi kokkutõmbumist umbes 15% ulatuses (suhtena krediidi kogumahu vähenemisse paketi kehtimise ajal).** Toodud näitajad ja arvutused ei anna otseselt vastust küsimusele, mil määral aitas tugipakett vähendada majanduslanguse sügavust ja säilitada töökohti, sest selle mõju on raske täpselt hinnata. Kaudselt saab vastata, kasutades KredExi ja EASi tegevuse koondhinnanguid, need annavad mikrotaseme vastuseid, kuigi neis analüüsid on keeruline eristada kriisipaketi mõju nende asutuste tavapäraste toetuste mõjust<sup>89</sup>.

Ettevõtete rahastamise pakett lõpetati 31. märtsil 2011, sest otsene vajadus selle järele oli kadunud. Pakett tõi kaasa mitmed muutused ettevõtluse toetamisel, seda eelkõige KredExis, ja tähendas muu hulgas ekspordi garanteerimise eraldamist krediidikindlustusega tegelevasse KredExi harusse AS KredEx Krediidikindlustus.

### 11.3.2. Negatiivsed lisaeelarved ja sisemine devalvatsioon

Aastaks 2009 kohale jõudnud sügav majanduslangus tühistas kõik eelnevad prognoosid ja muutis olukorda põhjalikult. Tegelikult märksa erinevate eeldustega koostatud riigieelarve tulude pool ei olnud enam realistlik ja eelarvet oli vaja kärpida. Eelarvepuudujäägi katmist ja majanduse stimuleerimist laenurahaga ei peetud väikese väga avatud majanduse (stiimuli hajumine) ja finantsturgude usaldamatuse tõttu võimalikuks. Stiimulitena kandusid Eestisse üle pigem Soome ja Saksamaa nõudlust stimuleerivad meetmed.

---

89 Uuringus „Ettevõtlus- ja innovatsioonipoliitika vahehindamine”. Innovation Studies 21/2012 avaldatud tabeli 50 põhjal saab teha mõningaid ettevaatlikke järeldusi tugimeetmete mõju kohta (arvestamata stardilaenu meedet, mis ei olnud kriisiga otseselt seotud). **Töötajate arv** kasvas meetmetega hõlmatud ettevõtetes võrdlusgrupi suhtes 3,1–10,9%, v.a krediidiliini puhul, kus see kahanes 6,8%. Tuleb silmas pidada, et krediidiliini kasutajad olid valdavalt suured ettevõtted (üle 300 töötaja) ja neid võidi kriisi ajal sisemiselt teisiti restruktureerida kui väikeettevõtteid. Arvestades et aastatel 2009–2010 kahanes majanduslanguse tõttu ka hõive, on näitajad siiski positiivsed. **Müügitulu** suurenes kõikide meetmete puhul, v.a allutatud laenuid. Viimase puhul oli langus tingitud ühest kriisis enam kannatada saanud suurettevõttest. **Ärikasum** kasvas kõikide meetmete puhul, v.a laenukäendus. Selles rühmas suurenes see-eest kõige kiiremini **eksport** ja võrdlusbaasist kiirem oli ka müügitulu kasv.

Siinkohal tuleb taas rõhutada erinevust väikeste ja suurte avatud majandusega riikide vahel – ei saa eeldada, et need käituvad (ulatuslike) kriiside ajal ühte moodi. Huvitava näitena võib välja tuua Soome, mis on rahvusvahelises määratluses samuti väikeriik, kuigi Eestiga võrreldes vaat et suurriik<sup>90</sup>. Muudel võrdsetel tingimustel on Soomel majanduspoliitilistes valikutes tõenäoliselt siiski mõnevõrra suurem vabadus, sest Soome majandus on osa arenenud maailmast (*mature markets*) ja tal on finantsturgudel tippreiting AAA.

2009. aastal muutus olukord Eestis nii kiiresti, et vaid mõnekuulise vahega osutus vajalikuks vastu võtta kaks negatiivset lisaelarvet. Edaspidi on neid vaadeldud koos. **Tollased meetmed ehk eelarvekärped ja lisatulud kokku olid muljet avaldavalt suured – 9% SKPst. Tuleb aga ka meeles pidada, et Eestis piirdusidki need vaid 2009. aastaga ning hiljem enam niisuguseid meetmeid ei võetud.**

Mis moodustas selle 9% SKPst? Erinevalt levinud mõttemallist ei olnud tegu ainult kärbetega, nagu selgub lähemalt järgnevas. Meetodilises plaanis on kasutatud riigieelarve vaadet; meetmed, mis jäävad sellest väljapoole, on eraldi ära märgitud. 2009. aasta eelarve tulude prognoos oli 97,8 miljardit Eesti krooni. Tegelikud tulud olid statistika järgi 83 miljardit Eesti krooni ehk umbes 15% väikesemad. Kulude prognoos oli 98,5 miljardit Eesti krooni, tegelikud kulud aga 88,1 miljardit Eesti krooni ehk ligikaudu 9% väikesemad. Kuidas see saavutati?

**Puhtad kulukärped** moodustasid 12,3 miljardit Eesti krooni ehk 5,7% SKPst<sup>91</sup>. **Lisatulusid** laekus mahus 4,3 miljardit Eesti krooni ehk 2% SKPst ja need koosnesid järgmistest komponentidest:

- maksutõusud: käibemaksu tõus 18%lt 20%le; tõsteti ka maagaasi-, tubaka- ja kütuseaktsiisi (viimast kaks korda järjest);
- maksuvälised tulud: peamiselt riigiettevõtete dividendid ja maa müük;
- kogumispensioni teise samba riigipoolsete maksete peatamine.

**Kärbetele ja lisatuludele lisandusid veel eelarveväliste meetmetena tulude poolelt töötuskindlustusmakse tõus ja kärbete poolelt mõne töölepingu**

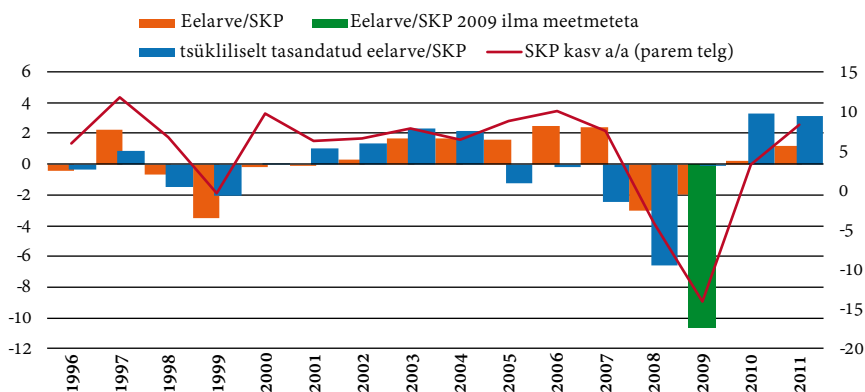
---

90 Vahel on Eesti-suguseid riike iseloomustatud ka kui *tiny open economy* (tilluke avatud majandus), kuid erinevalt väljendist *small open economy* (väike avatud majandus) ei ole see majandustermin.

91 Selles alapeatükis ei kasutata ülevaatlikkuse tagamiseks näitajate paralleelset esitlust kroonides ja eurodes.

seaduse sätte jõustumise edasilükkamine, samuti haigekassa kohustuste vähendamine ja kohalikele eelarvetele seatud piirangud. Kõik see kokku moodustas 2,6 miljardit Eesti krooni ehk 1,3% SKPst. Kui liita kolm mainitud komponenti – eelarvekärped, riigieelarve lisatulud ning eelarvevälised kärped ja lisatulud netoarvestuses –, on tulemuseks 9% SKPst (5,7%+2%+1,3%). Kärbeta maht kokku oli 6,8% ja lisatulude maht 2,2%. Kõigi meetmete mõju riigi-eelarvele on näha joonisel, kus see on asetatud ajaliselt pikemasse perspektiivi.

Joonis 11.5. Eelarve/SKP (nominaalne ja struktuurne) ja reaalkasv (%)



**Kriisi tipaastal 2009 toimusid korruga nii kasinuspoliitika kui ka sisemine devalvatsioon.** Need on küllaltki erinevad, vaid osaliselt kattuvad mõisted. Sisemise devalvatsiooni all mõeldakse hinnakonkurentsivõime taastamist hinna- ja/või palgataseme alandamise abil. Kasinusmeetmete majanduspoliitiline eesmärk on riigi eelarvepuudujäägi vähendamine ebasoodsas majanduskeskkonnas<sup>92</sup>. Mõistete ühisosaks on vaid avaliku sektori palkade vähendamine. Levinud väide, et palgad on allapoole paindumatud, ei pea alati paika, eriti siirderiikides. Teiseks võimaldab palku langetada ametiühingute nõrkus (sh Eestis).

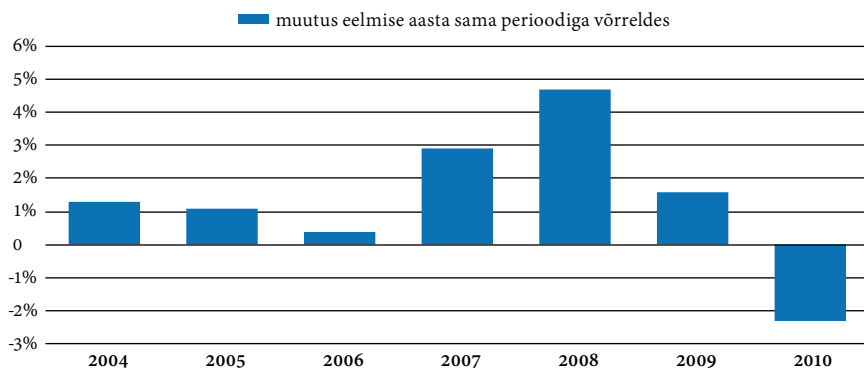
**Hinnataseme küsimus on lihtsam.** 2008. aastal pidurdus Eestis 2007. aastal 10% piirimaile jõudnud inflatsioon ja pöördus 2009. aastal deflatsiooniks. Tegemist oli suure majanduslanguse väljendusega hindades. Deflatsiooni kestus piirdus siiski ühe aastaga ja selle määr oli aasta kokkuvõttes tühine – mii-

92 Kui kasinusmeetmete abil üritatakse riigi eelarvepuudujääki vähendada ja seeläbi muuta laiemat avalikkust (sh reitinguagentuuride) ootusi ning stimuleerida majandust, on tegemist teooriaga, mida inglise keeles nimetatakse *contractionary fiscal expansion*.

nus 0,1%. Ühtlustatud tarbijahinnaindeksis deflatsioon ei kajastunudki, see tõusis 0,2%.

**Palgamuutused olid märgatavad:** aastal 2009 vähenes ettevõtete palgafond 19% võrra, avaliku sektori palgafondi vähendati 9% võrra, sellest palkade otsese vähendamise arvele langes 6,8%. Tegemist oli tõelise langusega ja sise-mise devalvatsiooni ilminguga. See tähendas hinnakonkurentsivõime ja ettevõtete kasumite suhteliselt kiiret taastumist. Hinnakonkurentsivõime muutused tarbijahinnapõhise reaalse efektiivse vahetuskursi (REER) ja tööjõu ühikukulu indeksi baasil on näha järgmistel joonistel.

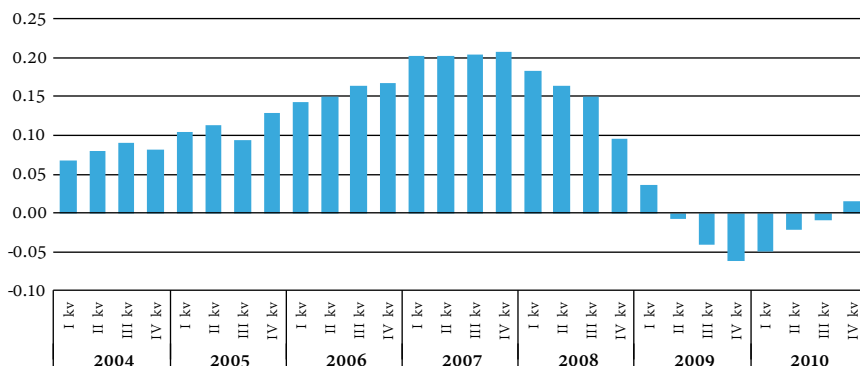
Joonis 11.6. Reaalne efektiivne vahetuskurs



**Kokkuvõttes** võib öelda, et Eesti hinnakonkurentsivõime paranes kiiresti ning ettevõtete kasumid taastusid seemise restruktureerimise tulemusel<sup>93</sup>. Koos taastunud välisnõudlusega pöördus majandus kasvule juba 2010. aasta teisel poolel. Esmalt taastus majanduskasv märkimisväärselt kiiresti: 2010. aastal oli see 2,5% ja 2011. aastal 8,3%, kuid see oli suuresti tingitud eelneva languse sügavusest. Kasvu taastumisele aitasid kaasa välisnõudluse elavnemine ja hinnakonkurentsivõime paranemine sisemise devalvatsiooni tulemusel.

93 Eesti eksport saavutas buumi ajal, mil hinnakonkurentsivõime oli langenud, oma tollase suurima mahu. Siirdemajandusega riikide hinnakonkurentsivõime ja ekspordimahu muutused pole alati üksüheses vastavuses. See tuleneb väikeriigi ekspordiportfelligist, mis on paljuski suunatud nišitoodetele, aga ka muudest hinnavälisest teguritest (vt nt *Benkovskis ja Wörz 2012*). Konkurentsivõime probleemid ilmnisid selgemalt alles buumi kõrgpunktis. IMFi hinnangul oli Eesti krooni reaalkurs üle hinnatud kuni 15%, mida loetakse ühtlasi piiriks, millest alates tekivad rahvusvahelise konkurentsivõimega tõsised raskused.

Joonis 11.7. Tööjõukuluindeksi muutus: tööstus, ehitus ja teenindus (Q/Q-4)



Sageli seostatakse kriisiaegseid eelarvekärpeid otseselt eurole üleminekuga, kuid vähemalt 2009. aasta alguses tehti neid Eestis veel pigem seetõttu, et riigieelarve oli muutunud ebarealistlikuks. Võimalus täita euroalaga liitumiseks vajalikke kriteeriume avanes alles kevadsuvel 2009, ning eelarve stabiliseerimiseks ja Maastrichti kriteeriumide täitmiseks vajalikud sammud olid samad, erinevus oli vaid kärpete mahus. Euroalaga liitumise põhjalik käsitlus on peatükis 13.

### 11.3.3. Ettevõtjate vaade

*Selles alapeatükis kirjeldatud ettevõtjate vaade põhineb intervjuul Eesti Töoandjate Keskliidu esimehe Jüri Käoga.*

Ettevõtjad nägid kriisi tulekut varem kui riigiasutused, kelle ülesandeks see oli seatud. Ohtu hakati selgelt tajuma 2008. aasta suvel, sest selleks ajaks oli aktsia- ja kinnisvaraturu buum juba vaibunud ning laenukäibed olid hakanud kahanema. Septembriks 2008 olid enamikus suurematest ettevõtetest koostatud juba kriisiplaanid, kuid tol ajal eeldati, et kriis on palju väikesema ulatusega, kui tegelikult selgus.

Seetõttu võib öelda, et kriisi saabumine ei olnud ettevõtjate jaoks üllatus, küll aga oli ootamatu selle ulatus. Parema ülevaate olukorrast taganuks see, kui ka Eestis oleks olnud ostujuhtide indeksi (PMI) tüüpi näitaja, sest ainult konjunktuuriinstituudi (EKI) baromeetritest ettevõtjate hinnangul ei piisa. Tagantjärele võib väita, et Eestis oli kaksikkriis, kuna kohaliku majanduse jah-

tumisele lisandus globaalne kriis, mida ei olnud oodatud ja mille võimalikku mõju selgelt alahinnati (nagu ka kõikjal mujal maailmas).

Ettevõtjate ohutunne kasvas 2008. aasta jooksul, kuid valitsus reageeris toimuvale aeglaselt. Selle tagajärjel tekkisid ärieringkondade ja riigi vahel vastuolud. Pinge jõudis haripunkti 2009. aasta riigieelarve vastuvõtmise ajal, sest ettevõtjatel puudus usk selle realistlikkusse. Kriisi tõeline ulatus hakkas selguma aasta lõpus, pärast maailmakaubanduse kokkukukkumist neljandas kvartalis 2008.

**Kriis mõjutas Eesti majandust väga tugevalt järgmistel põhjustel:** väike avatud majandus sõltub suuresti ekspordist; kohalikud ettevõtted on Euroopa kontekstis väikesed ja Põhjamaadega võrreldes nõrgalt kapitaliseeritud; kriisile eelnenud krediidibuumi tõttu oli ettevõtete finantsvõimendus väga suur. See nõrgestas ettevõtete bilansse, ja kui nende rahavood muutusid ebakindlateks, ei olnud neil enam märkimisväärsed varusid, sest need olid paljudel ammendunud juba 2009. aasta kevadeks.

Kriisi haripunkt saabus 2009. aasta kevadsuvel. Tuleb mõnda, et erinevalt Aasia-Vene kriisist olid pangad seekord ettevõtetele pigem toeks, kuigi Põhjala emapankade suunised – viia laenu hoiustega tasakaalu, mitte anda uut raha Eestis asuvatele pankadele juurde – muutsid olukorra keerulisemaks. Laene sisuliselt enam ei väljastatud ning pangad tegelesid vaid olemasolevate laenu- ja muude jooksvate küsimuste lahendamisega.

**Riik reageeris toimuvale küll hilinemisega, kuid asjakohaselt, ning ka ettevõtjad ei näinud pakutud lahenduste kõrval palju muid võimalusi.** Peale kahe negatiivse lisaelarve, millesse ettevõtjad suhtusid vaikiva toetusega, oli oluline ka majandusministeeriumi ettevõtete rahastamise pakett, mis pakkus neile kapitalituge ja garantiisid. Kuigi avalikkus sellest meetmest palju ei teadnud, oli paketiist siiski ka suurematele ettevõtetele küllaltki palju abi. 2009. aasta kevadsuveks olid valitsuse ja ettevõtjate vahel normaalsed suhted taastunud ning ettevõtjate arvamust võeti arvesse.

Lähiturgudest elas Venemaa võrreldes väikesemate lähinaabritega kriisi üle suhteliselt kergemalt ja etendas pigem positiivset rolli. Kõige suuremad raskused olid Balti naabritel, eriti Lätil. Sinna laienenud ettevõtjatel tuli suuri kaotusi kanda ja mitmed ettevõtted sulgesid oma Läti allharud.

**Eurole üleminekut pidasid juhtivad ettevõtjad võimalikuks ja vajalikuks, sest üpris levinud olid kuulujutud Eesti krooni võimalikust devalveerimisest. Ettevõtjate hinnangul levisid need spekulatsioonid eriti välisinvestorite hulgas (kes ilmselt tuginesid Euroopa varasemale kogemusele) ja see võimendas veelgi majanduslangust.**

Kriisi õppetundideks võib lugeda seda, et ühest küljest kasvas ettevõtjate arusaam riskide maandamise vajalikkusest ja teisest küljest teadmine, et oluline on keskenduda oma ärile ja mitte tegelda kõrvaltegevusega (nagu kinnisvaraga enne kriisi). Samuti kasvas ettevõtete efektiivsus ning vähenes palgaralli kordumise tõenäosus tulevikus. Erinevalt buumiaegsest suhtumisest teadvustasid ettevõtjad nüüd paremini ekspordi tähtsust, sest Eesti siseturg on šokkide maandamiseks liiga väike.



## 11.4. KOKKUVÕTE

Siiani pole käesolevas raamatus üritatud vastata küsimusele, mis täpselt põhjustas Eestis niivõrd sügava kriisi. Tõenäoliselt on lõplikuks hinnanguks ka veel vara, kuid mõned selgitused on võimalik siiski anda. **Kriisi põhjusi oli kaks: sisemaine ülekuumenemine ja tugev välisšokk.** Võib küsida, kas need põhjused tasakaalustasid või võimendasid teineteist. Praeguste teadmiste juures võib arvata, et tõenäoliselt osaliselt võimendasid teineteist. Ei saa kinnitada, et nimetatud tegurite mõju oleks täielikult liitunud, kuna välisšokk saabus aasta pärast buumi haripunkti ja buumile ei „tehtud lõppu peale” selle kõrgpunktis, vaid mõnevõrra hiljem. Lisamõjur oli kindlasti ka maailmakaubanduse kokkuvarisemine 2008. aasta lõpus, sest sellest kaotasid enim avatud ja ekspordile suunatud väikesema siseturuga riigid.

**Kokkuvõttes oli tegu järsu tõusu ja languse (*boom-bust*) tsükliga,** mida ilmesitasid välisnõudluse šokk ja järsk krediidi kokkutõmbumine kapitalivoogude peatumise ning Põhjala pankade strateegia muutumise tagajärjel. Siiski käitus finantssektor ettevõtjate hinnangul raskes olukorras pigem toetavalt – mis ei olnud nii Aasia-Vene kriisi ajal – ja suuri probleeme nende vahel ei tekkinud. **Finantssektori roll sel perioodil jääbki kahetiseks:** enne kriisi soodustasid välisomanduses pangad ülemäärast kapitali sissevoolu, kriisi ajal aga tasakaalustas seda finantssektori stabiilsuse säilimine. Vaatamata paigutisele survele ei olnud krooni devalveerimine päevakorral.

**Valitsussektori eelarve ja likviidsete säästude positsioon oli kriisile vastu minnes märkimisväärselt hea.** Likviidsete säästude olemasolu, Euroopa Liidu rahade tõhus kasutamine ja finantssektori tugevus säästsid Eestit esmasest vajadusest laenu võtta. Valitsuse likviidsetel reservidel oli kriisis täita oluline osa. Ühelt poolt kujundasid need turgude ootusi, teiselt poolt rahastati kriisi haripunktis nende arvelt kulutusi. Ilmselt aitasid valitsuse likviidsed reservid, sh stabiilsusreserv, ka hoida Eesti riigireitingut kogu globaalkriisi vältel investeeringujärgus.

**Majanduspoliitikas domineerisid kasinusmeetmed, mille maht oli 9% SKPst.** Ühest küljest pehmendasid neid automaatsete stabilisaatorite rakendumine – 2008. ja 2009. aasta eelarvepuudujäägid (vastavalt 3% ja 2% SKPst) – ning ettevõtete rahastamise pakett suurusega 1% SKPst. Teisest küljest andsid negatiivse impulsi eelarve konsolideerimine ning maksude ja töötuskindlustusmaksude tõstmine. Seda, milline oli kõigi tegurite koondmõju kriisi tippaja majanduslanguse sügavuse kujunemisel, pole hinnatud.

Majandus hakkas taas kasvama juba 2010. aastal. Sellele aitasid kaasa välisnõudluse taastumine ja sisemine devalvatsioon (palkades), mille tulemusel muutus ettevõtlus peaaegu sama hinnataseme juures uuesti kasumlikuks. Reaalsissetulekud hakkasid taas kosuma umbes pooleteiseaastase hilinemisega 2012. aastal. Kriisi mõju oli tuntav – kuid mitte väga suur – sissetulekute kihistumises: kõrgeima ja madalaima sissetuleku kvintiili suhe oli 2012. aastal samas suurusjärgus kriisieelse ehk 2005.–2006. aasta tasemega<sup>94</sup>. Reaalsissetulekute aeglane taastumine oli üks globaalkriisi järelmeid, sest koos majanduse elavnemisega taastus ka küllaltki kiire inflatsioonitempo, mis pidurdas reaalsissetulekute kasvu. Sissetulekute vallas mõjutas kriisi tagajärgi pigem Eesti Euroopa mõistes suhteliselt madal tulutase kui selle jaotus.

**Kriisi sisemaised põhjused olid suuresti seotud liigse optimismiga Euroopa Liiduga ühinemise järgsetel aastatel.** Siis kujunes välja nn mullimajandus, mis löi eeldused sügavamaks languseks kriisis. Ehkki majandus hakkas kriisist kosuma juba 2010. aastal, kestis taastumine kriisi sügavuse tõttu kaua. SKP statistika järgi (ESA 2014) on Eesti reaalne SKP praeguseks veel mõni protsent alla buumiaegse tipptaseme, kuid SPK *per capita* ostujõupariteedi järgi üle selle (Eurostat)<sup>95</sup>. Lisaks oli buumiaegne SKP tugevalt üle potentsiaali (positiivne SKP lõhe), praegune on enamike hinnangute järgi veidi alla potentsiaali (negatiivne SKP lõhe). Eelkõige sellepärast saab väita, et majandus on kriisist taastunud. Tööpuudus pole siiani toonasele tasemele alanenud, kuid siin tuleb arvesse võtta tollase ülekuumenenud ajajärgu võrdlusbaasi, ja praegusel tööturul on uus tasakaalupunkt. Samuti on töötus probleem kogu Euroopas.

**Viis aastat hiljem ülemaailmsele kriisile ja sellele järgnenud euroala võlakriisile tagasi vaadates tuleb tõdeda, et Eestil on läinud suhteliselt hästi, kui arvestada kriisi teravust ja sellele eelnenud mulli suurust.** Eesti lähiümbruse riigid jäid võlakriisist otseselt puutumata, pigem avaldas lähinaabritele mõju maailmajanduse probleemide ja võlakriisi põimumine. Küsimus, kas Eesti

---

94 Arvuliselt: esimene ja viimase kvintiili suhe oli enne buumi 5,5 korda, buumi haripunktis 5,0 ja kriisi järel aastal 2012 taas endisel tasemel: 5,4. Siin on kasutatud sissetulekute kvintiile illustreeriva lisainfona, sotsiaalprobleemid ei ole selle raamatu teema. ELi keskmine näitaja aastal 2012 oli 5,1.

95 Metoodikad on erinevad. Eurostati näitaja on ostujõu pariteedi põhine ja Euroopa Liidu riikide SKP näitajad on seostatud ELi keskmisega, mis on alati 100%. Sel juhul on oluline ka see, kuidas on liikunud kogu ELi reaalne SKP muu maailma suhtes vaadeldaval perioodil. Arvestades SKP statistika sagedasi revisjone ja küllalt suurt statistilist viga on siinkohal piiratud üldväidetega.

oli ülemaailmses kriisis rahvusvahelises võrdluses edulugu või mitte, ei ole selle raamatu teema, kuid arvestades järgnenud aastate majandusarengut oli riigi kriisijärgne stardipositsioon edaspidiseks piisavalt tugev.

**Valuutakomiteele tuginevad rahasüsteemid pidasid globaalkriisis vastu**, kuigi olid muutunud juba selle eel järjest ebapopulaarsemaks. Erinevalt kümme aastat varasemast Aasia kriisist ei olnud valuutakursirežiimid siiski enam kriisi kesksete põhjuste hulgas. Need olid nüüd pigem finantssektori regulatsioon, ebapiisav konkurentsivõime, kõrge võlatase ja struktuursed küsimused. Pärast Argentina valuutakomitee kokkuvarisemist 2002. aastal ja Eesti liitumist euroalaga 2011. aastal on valuutakomiteel põhinevaid rahasüsteeme alles veel vaid ühe käe sõrmede jagu. Nüüd on ka Leedu liitumine euroalaga üksnes aja küsimus. Kui pidada Honkongi valuutakomiteed omasuguste hulgas erandiks – selle üpris eksootilise rahapoliitilise süsteemi kandjateks on vaid kääbus- või saareriigid ja mõni üksik Euroopa riik, nagu Bulgaaria ning Bosnia ja Hertsegoviina, – on 20 aasta tagune olukord peaaegu taastunud.

### ***Kirjandus***

Åslund, A. (2012). Paul Krugman's Baltic Problem. – *Foreign Policy*, September.

Benkovskis, K., Wörz, J. (2012). Valuation of Non-price Competitiveness of Exports from Central, Eastern and Southeastern European Countries in the EU Market. Latvijas Banka Working Papers, 1.

Blanchard, O., Griffiths, M., Gruss, B. (2013). Boom, Bust, Recovery: Forensics of Latvia Crisis. – *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall.

Dabušinskas, A., Kulikov, D., Randveer, M. (2012). The Impact of Volatility on Economic Growth. Eesti Panga toimetised, 7.

Ettevõtlus- ja innovatsioonipoliitika vahehindamine (2012). Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium. Innovation studies – Creating an Innovative Estonia, 21.

Grønn, A., Wallin Fredholm, M. (2013). Baltic and Icelandic Experiences of Capital Flows and Capital Flow Measures. IMF Working Paper, WP/13/242.

Hansson, A., Randveer, M. (2013). Economic Adjustment in the Baltic Countries. Eesti Panga toimetised, 1.

Malk, L. (2013). Relaxing of Employment Protection and Its Labour Reallocation. Eesti Panga toimetised, 4.

## 12. MAJANDUSBUUM JA –KRIIS KESK- JA IDA-EUROOPAS AASTATEL 2005–2010

*Karsten Staehr*

Selles peatükis käsitletakse teiste Kesk- ja Ida-Euroopas asuvate Euroopa Liidu liikmesriikide toimetulekut välismajanduskeskkonna tunduvalt muutunud tingimustes aastatel 2005–2010. Eesmärk on näidata Eesti arengusuundumusi võrdlevas kontekstis ning hinnata, kuidas mõjutas makromajanduslikke tulemusi vahetuskursirežiim. Analüüs hõlmab kõiki 11 Euroopa Liidu liikmesriiki Kesk- ja Ida-Euroopas, v.a Sloveeniat, kus euro võeti kasutusele 2007. aastal, Slovakkia, kus seda tehti 2009. aastal, ja Horvaatiat, millest sai ELi liige alles 2013. aasta juulis.

Kõiki Kesk- ja Ida-Euroopa riike mõjutasid suures osas samad väliskeskkonna muutused mis Eestit. Kriisieelset aega iseloomustas rahvusvaheliste laenuitingimuste leevenemine, samal ajal kui globaalne finantskriis tõi kaasa ekspordinõudluse kokkukukkumise, kapitali ulatusliku väljavoolu ning majapidamiste ja ettevõtete kindlustunde halvenemise. Ehkki väliskeskkonna äärmusliku kõikumise mõju toodangumahule, tööpuudusele ja inflatsioonile on loomulik, olid Kesk- ja Ida-Euroopa riikide paljuski erinevad majandustulemused vaieldamatult tingitud nende majandusstruktuuri ja -poliitika eripäradest. Vaatluse alla võetakse seega küsimus, kuidas tulid erinevate vahetuskursisüsteemidega riigid toime rahututel aastatel 2005–2010.

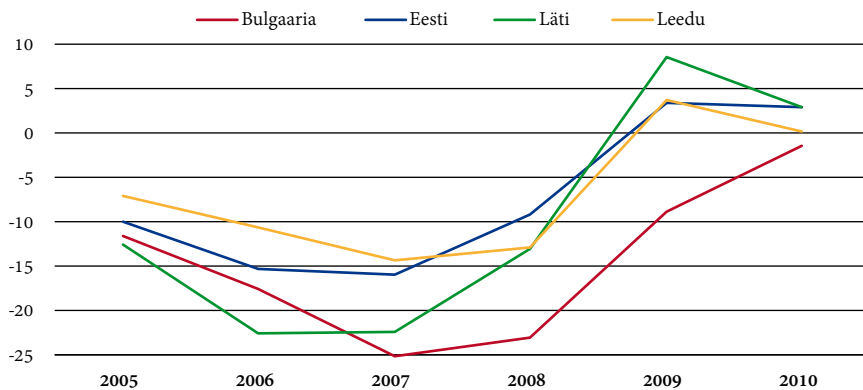
### 12.1. FIKSEERITUD VAHETUSKURSIGA RIIGID

Nii Bulgaaria, Läti kui ka Leedu kasutasid kogu vaadeldava perioodi vältel euro suhtes fikseeritud vahetuskurssi. Bulgaaria ja Leedu fikseeritud vahetuskursi poliitika võttis valuutakomitee vormi, mis sarnanes Eesti omaga. Läti kasutas traditsioonilist fikseeritud vahetuskursirežiimi, kuid kõikumisvahe-  
mik oli väga väike.

Kõik kolm riiki olid fikseeritud vahetuskursi süsteemi kasutusele võtnud selleks, et ohjeldada inflatsiooni. Fikseeritud vahetuskurss distsiplineeris majanduspoliitikat, hoidis ära kaupade hinnatõusu ning ankurdas majapidamiste ja ettevõtete inflatsiooniootused. Bulgaarias võeti valuutakomitee kasutusele 1997. aastal, Lätis võeti fikseeritud vahetuskurss kasutusele 1993. aastal ja Leedus loodi valuutakomitee 1994. aastal. Kõigi kolme riigi aastane inflatsioonitase oli 2004. aastal umbes 6% või alla selle.

Kriisieelset aega iseloomustas kiire majanduskasv, mida osaliselt vedas kapitali suur sissevool või jooksevkonto puudujääk. Joonisel 12.1 on esitatud Bulgaaria, Läti, Leedu ja Eesti jooksevkonto saldod kuue aasta jooksul: 2005–2010. Jooksevkonto puudujääk kasvas neis riikides enne kriisi ja oli tavapärane, et see ületas 10% SKPst. Aastail 2006–2007 oli Läti ja aastail 2007–2008 Bulgaaria puudujääk üle 20% SKPst. Niisugusel jooksevkonto puudujäägil ei ole ajaloos pretsedenti, kui välja arvata sõjast või suurest looduskatastroofist kosuvad riigid.

Joonis 12.1. Jooksevkonto saldo 2005–2010 protsendina SKPst



Allikas: Eurostat (2014).

Enne ülemaailmset finantskriisi muutus märgatavalt kapitali netosissevoolu koosseis (*Jevčák 2010*). Aastatel 2004–2005 tulenes suurem osa kapitali netosissevoolust välismaistest otseinvesteeringutest; portfelliinvesteeringute ja laenude (samuti muude krediidivormide) osakaal oli väikesem. Buumi lõpus, aastatel 2006–2007, omandasid aga portfelliinvesteeringud ja laenud üha kesksema koha. Kõigis siin vaadeldavates riikides langes see kokku pangandussektori kiire laienemisega. Samal ajal kui tagatiseta tarbimislaenude maht püsis tagasihoidlik, kogusid populaarsust hüpoteeklaenud ja nende tähtaegu pikendati. Pangandussektor rahastas kodumaist laenubuumi välislaenamise teel. Enamik pankasid oli välisomanduses ning tihti laenatigi oma Lääne-Euroopa omanikelt, kodumaised pangad võtsid aga laenu rahvusvahelistelt laenukonsortsiumidelt. Niisiis finantseerisid pangad kodumaist laenubuumi väliskapitali sissevoolu arvelt. Torkab silma, et fikseeritud vahetuskursiga riikides võtsid ettevõtted ja majapidamised enamasti laenu eurodes ja muudes välismaistes vääringutes (*Rosenberg ja Tirpak 2009*). Selle tulemusel ähvardasid ettevõtteid ja majapidamisi ning kaudselt ka panku vahetuskursiriskid,

kuid välisväeringus laenude mahu suurenemise põhjal võib arvata, et laenuvõtjad ja laenuandjad pidasid neid riske väikeseks.

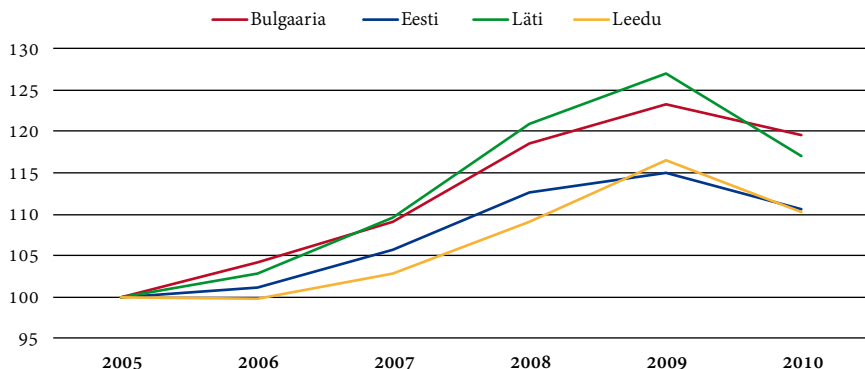
Äärmusliku jooksevkonto puudujäägi tõttu tekkis kolmes fikseeritud vahetuskursiga riigis kiire väliskohustuste kuhjumine; 2007. aasta lõpus oli rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon Bulgaarias  $-81,1\%$ , Lätis  $-74,7\%$  ja Leedus  $-55,8\%$  SKPst (*Eurostat 2014*). Jooksevkonto puudujääk ja sellest tulenev halvenev rahvusvaheline netoinvesteeringispositsioon tunduvad tagasi vaadates tohutud, kuid tollal oli arengusuundumusi raskem hinnata. Euroopa Liidu liikmeks olek või loodetav liikmeks saamine parandas majanduse väljavaadet ja tekitas mulje, et on mõistlik eeldada: võlakoormuse uue kõrgema tasakaalutaseme säilitamine on neile riikidele jõukohane. Küsimus oli tollal selles, kas väga suures jooksevkonto puudujäägis kajastus jätkusuutmatu tasakaalutamatus teke või pigem lihtsalt kiire kohandumine rahvusvahelise netoinvesteeringispositsiooni uue tasakaalutasemega (*Blanchard ja Giavazzi 2002, Staehr 2007*).

Kõikides vaatlusalustes riikides lõppes kapitali sissevool järsult alates 2007. aastast. Kapitali sissevool jäi endisele tasemele 2007. aastal ja 2008. aasta esimesel poolel, kuid pärast Lehman Brothersi pankrotti suurenes kapitali väljavool, kuna investorid otsisid turvalisemaid investeerimisvõimalusi. Perioodil 2007–2009 vähenes jooksevkonto puudujääk Lätis kokku 31 protsendipunkti ning teistes fikseeritud vahetuskursiga riikides 15–20 protsendipunkti SKPst. Lätis tuleks puudujäägi kasvu asendumist vähenemisega vaadelda kriisieelsete aastate ülisuure jooksevkonto puudujäägi kontekstis, kuid oli mitu tegurit, mis olukorda raskendasid. Läti omanikele kuuluval Parex bankal tekkisid probleemid võla refinantseerimisega ja panga päästis lõpuks Läti valitsus, kes sattus omakorda hätta, sest ei suutnud kaasata finantsvahendeid turgudelt, mis olid 2008. aasta sügisel valdavalt mittelikviidsed. Läti kasutas IMFi ja ELi laenuandmisprogrammi, millesse panustas ka Eesti.

Kapitalivoogude väga suured ja kiired muutused kajastuvad reaalse vahetuskursi arengus (vt ka *Gabrisch ja Staehr 2012*). Joonisel 12.2 on esitatud reaalse efektiivse vahetuskursi indeks, mis on arvutatud kohaliku tarbijahinnaindeksi jagamisel kohalikkude väeringusse konverteeritud tarbijahinnaindeksi korviga, milles iga partnerriigi tarbijahinnaindeksi on kaalutud tema väeringu osatähtsusega vaadeldava riigi väliskaubanduses. Kui nominaalne vahetuskurs euro suhtes jäi kõigis riikides samaks, siis reaalne vahetuskurs tõusis ülemaailmsele finantskriisile eelnenud aastatel märgatavalt. Kõige enam kasvas see Bulgaarias ja Lätis – kahes kõige suurema jooksevkonto puudujäägiga

riigis. Reaalne efektiivne vahetuskurss langes kõigis fikseeritud vahetuskursiga riikides pärast globaalset finantskriisi, ehkki see ilmnis alles 2010. aasta andmetes. Fikseeritud vahetuskurss tähendas, et reaalse vahetuskursi langus (suurem konkurentsivõime) tuli saavutada madalamate palkade ja hindade, s.t sisemise devalvatsiooni (*internal devaluation*) abil.

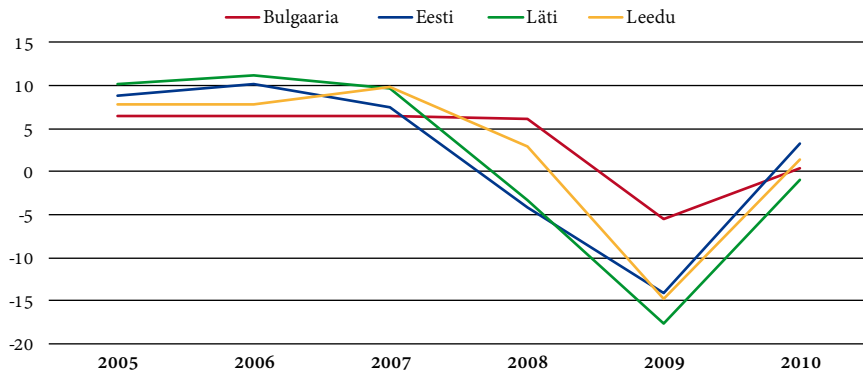
Joonis 12.2. Aasta keskmine reaalne efektiivne vahetuskurss 2005–2010, indeks 2005 = 100



Märkus: reaalse efektiivse vahetuskursi arvutamisel on kasutatud 41 suurima kaubanduspartneri tarbijahinnaindekseid.  
Allikas: Eurostat (2014).

Joonisel 12.3 on kujutatud fikseeritud vahetuskursiga riikide SKP kasvumäärade ülisuuri kõikumisi. Enne ülemaailmset finantskriisi oli kasv väga kiire, eriti Balti riikides, mida hakati kutsuma Balti tiigriteks. Kiiret kasvu toitsid suures osas kohalikud tarbimisbuumid, mida rahastas suur kapitali sissevool, vrd joonis 12.1 (*Staeher 2012*). Eestis ja Lätis oli kasv aeglustunud juba enne Lehman Brothersi pankrotti osalt seetõttu, et sisenõudlus oli hakanud krediidi nappuse tagajärjel vähenema. Samas ei suutnud eksport üksi kasvu pidurdumist korvata, osaliselt kindlasti reaalse vahetuskursi varasema kallinemise tõttu. Balti riikides vähenes SKP 2009. aastal väga palju, Bulgaarias mõõdukalt. Siiski suudeti SKP kahanemine kõigis fikseeritud vahetuskursiga riikides 2010. aastal peatada ning saavutada positiivne või üksnes veidi negatiivne kasvumäär.

Joonis 12.3. SKP aastakasv 2005–2010 protsentides



Allikas: Eurostat (2014).

Senine teemakäsitus on näidanud, et teiste fikseeritud vahetuskursiga Kesk- ja Ida-Euroopa riikide kogemused sarnanesid paljuski Eesti arenguga aastatel 2005–2010. Jõuline kapitali sissevool kriisieelse buumi ajal langes kokku kiire laenukasvu, ülekuumenemise, varade hinnamullide, inflatsiooni ja reaalse vahetuskursi kiire kallinemisega. Eri riikides prooviti küll mitmesuguseid meetmeid, nagu piirav (restriktiivne) eelarvepoliitika, pankade kohustusliku reservi nõude suurendamine ja moraalne surve, kuid need osutusid küllaltki vähetõhusaks. Kriisi ajal kapitali sissevool ja eksport vähenesid ning üldine meeolelu halvenes. Iseseisva rahapoliitika puudumise ja piiratud eelarvepoliitiliste valikute tõttu tõmbus nende riikide SKP järsult kokku ja tööpuudus kasvas hüppeliselt.

Fikseeritud vahetuskursiga Kesk- ja Ida-Euroopa riikide kogemus on laias laastus kooskõlas nn võimatu kolmiku (*impossible trinity*) kontseptsioonist lähtuvate järeldustega. Neis riikides oli fikseeritud vahetuskurs ja kapitali vaba liikumine, samas olid nad loobunud traditsiooniliste rahapoliitika instrumentide kasutamisest ning kogesid SKP ja töötuse väga suuri kõikumisi. Jääb silma, et fikseeritud vahetuskursiga Kesk- ja Ida-Euroopa riikidest ei olnud Bulgaarias kapitalivoogude ja toodangumahu muutused vaatlusalusel ajavahemikul nii järsud. Põhjus võib olla selles, et Bulgaaria majandus ei olnud teiste riikidega samavõrd rahvusvaheliselt lõimunud kui Balti riikide majandus.

On tähelepanuväärne, et Kesk- ja Ida-Euroopa riigid suutsid kogu ülemaailmse finantskriisi vältel säilitada fikseeritud vahetuskursisüsteemi hoolimata suurest



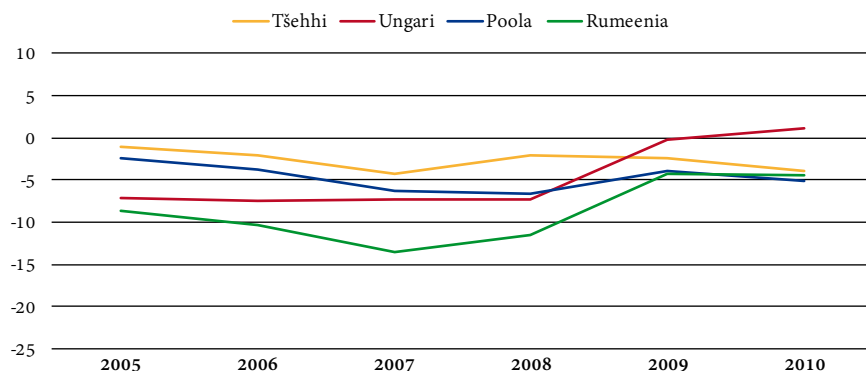
kapitali väljavoolust ja sisemajanduse kogutoodangu märkimisväärsest langusest. Sellist edu üldise keerulise olukorra taustal võib seletada mitme asjaoluga. Esiteks, valuutakomitee süsteemi nõue, et keskpanga kohustused peavad olema täielikult kaetud reserveid, ja sellele vastavalt korraldatud Läti fikseeritud vahetuskursi süsteem tagasid usaldusväarsuse ning võisid aidata ära hoida veelgi suurema kapitali väljavoolu. Teiseks, oma osa võis olla ka Lätile osutatud rahvusvahelisel finantsabil, seda väidetavalt ka teiste fikseeritud vahetuskursiga Kesk- ja Ida-Euroopa riikide puhul. Kolmandaks, keskpangad olid suutnud säilitada fikseeritud vahetuskursi ka eelmiste kriiside ajal ning sellega näidanud, et nad on võtnud tõsiselt kohustust valuutakomitee süsteemile kindlaks jääda. Neljandaks, kuna enamjaolt anti laenuid välja välisväeringus, oleksid devalveerimine või ujuvale kursile üleminek toonud kaasa suuremad laenuteeninduskulud kodumaises väeringus, mis oleks veelgi võimendanud paljude ettevõtete ja majapidamiste raskusi maksejõulisuse säilitamisel.

## 12.2. UJUVA VAHETUSKURSIGA RIIGID

Kesk- ja Ida-Euroopa riikidest hoidsid Tšehhi, Ungari, Poola ja Rumeenia aastatel 2005–2010 ujuvat vahetuskurssi. Eri aegadel oli neis riikides olnud fikseeritud vahetuskursi süsteem, kuid nad kõik läksid üle ujuva kursiga süsteemile ja otsustasid inflatsiooni juhtimise kasuks, sageli pärast spekulatiivset rünnakut kodumaise vääringu vastu. Tähelepanek, et ujuva vahetuskursiga Kesk- ja Ida-Euroopa riigid on oma piirkonna suurimad, on kooskõlas optimaalse valuutapiirkonna teooriaga. Väliskeskonna muutused avaldasid ujuva vahetuskursiga riikidele samasugust mõju kui fikseeritud vahetuskursiga riikidele, kuid oluliste erinevustega tagajärgedes.

Joonisel 12.4 on kujutatud nelja ujuva vahetuskursiga Kesk- ja Ida-Euroopa riigi jooksevkonto saldod. Ühinemisläbirääkimised Euroopa Liiduga, tugevam integreeritus ja paranenud pikaajalised väljavaated muutsid piirkonna välismaiste otseinvesteeringute, portfelliinvesteeringute ja laenude seisukohast ahvatlevamaks. Enne kriisi oli neis riikides küll suur jooksevkonto puudujääk, kuid üldiselt siiski palju väikesem kui fikseeritud vahetuskursiga riikides. Tšehhis ei ületanud see korragi 5% SKPst, ehkki küündis 13,5%ni SKPst Rumeenias, mille *per capita* SKP oli üks Ida-Euroopa riikide väikesemaid.

Joonis 12.4. Tšehhi, Ungari, Poola ja Rumeenia jooksevkonto saldod 2005–2010 protsendina SKPst



Allikas: Eurostat (2014).

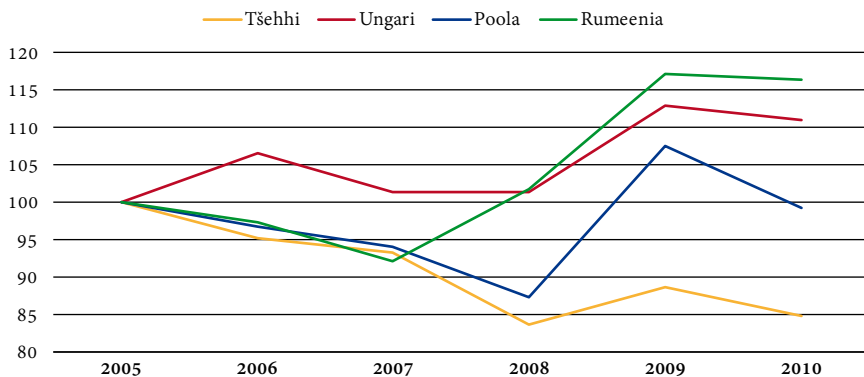
Ülemaailmse finantskriisi mõju neile neljale ujuva vahetuskursiga riigile oli erinev. Ungaris ja Rumeenias vähenes kapitali sissevoolu peatumisel jooksevkonto defitsiit, mis oli eriti tuntav aastal 2009. Pidurdunud väliskapitali sissevoolu tõttu ja kohalike finantsturgude kitsamates oludes oli nende kahe riigi valitsustel üha raskem rahastada oma võlakohustusi. Ungari valitsus taotles 2008. aasta novembris

rahvusvahelist abi ja 2009. aasta mais järgnes talle Rumeenia valitsus. Tähelepanu äratav, et kuigi kapitali sissevool Ungarisse ja Rumeeniasse lõppes aastatel 2009–2010 järsult, oli nende riikide puhul muutus jooksevkonto saldod tunduvalt väiksem kui fikseeritud vahetuskursiga Kesk- ja Ida-Euroopa riikides.

Poola jooksevkonto saldo paranes aastatel 2009–2010 väga vähesel määral. Seda võib seletada vähemalt kahe asjaoluga. Esiteks, enne kriisi oli Poolas olnud suhteliselt väike jooksevkonto puudujääk ja soodne rahvusvaheline netoinvesteeringuspositsioon. Teiseks, Poola majandus ei olnud nii avatud kui enamikul teistel Kesk- ja Ida-Euroopa riikidel ning seega ei olnud ta nii vastuvõtlik välistele šokkidele. Tšehhi olukord on teiste riikidega võrreldes erandlik: kriisi ajal tema jooksevkonto saldo hoopis halvenes veidi seetõttu, et investorid nägid Tšehhit üha enam kui turvalist paika (*safe haven*).

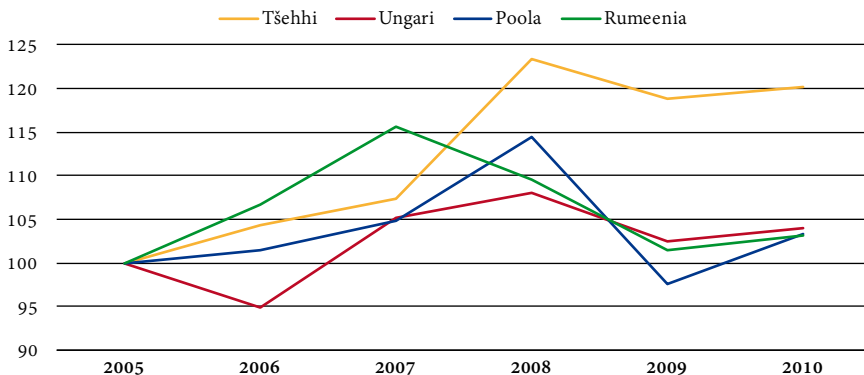
Kokkuvõttes võib öelda, et kuigi ülemaailmne finantskriis kahjustas ujuva vahetuskursiga riike tõsiselt ja kaks neist pidid taotlema rahvusvahelist abi, olid kapitalivoogude muutused neis riikides palju väikesemad kui fikseeritud vahetuskursiga riikides. Siinkohal tasuks vaadata, kuidas seda tulemust mõjutasid ujuva vahetuskursi kõikumine ja reaalse vahetuskursi areng. Joonisel 12.5 on esitatud ujuva vahetuskursiga riikide nominaalse vahetuskursi indeks ajavahemikus 2005 - 2010; nominaalse vahetuskursi tõus kajastab siin vahetuskursi nominaalset nõrgenemist. Joonisel 12.6 on reaalse efektiivse vahetuskursi indeksi väärtused samal perioodil; reaalse vahetuskursi tõus kajastab siin vahetuskursi reaalsel tugevnemist. Indeksi väärtuse muutused on mõlemal joonisel üldjoontes sarnased. Näiteks langes nominaalse vahetuskursi märkimisväärne nõrgenemine 2009. aastal kokku ka kursi

Joonis 12.5. Aasta keskmine vahetuskurs euro suhtes 2005–2010, indeks 2005 = 100



Allikas: Eurostat (2014).

Joonis 12.6. Aasta keskmine reaalne efektiivne vahetuskurs 2005–2010, indeks 2005 = 100



Märkus: reaalse efektiivse vahetuskursi arvutamisel on kasutatud 41 suurima kaubanduspartneri tarbijahinnaindekseid.  
Allikas: Eurostat (2014).

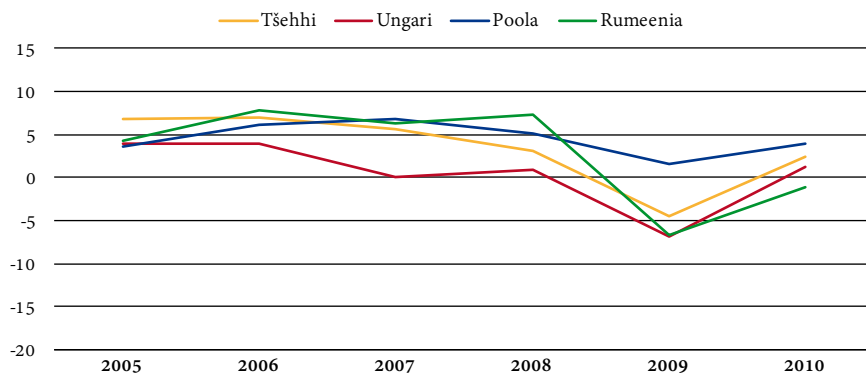
reaalse nõrgenemisega. Teisisõnu järgnesid nominaalse vahetuskursi muutustele ka reaalse vahetuskursi muutused. See on kooskõlas mõningase hindade jäikusega vaatlusalustes riikides.

Kriisieelsel ajal, kui kapitali sissevool vaadeldavatesse riikidesse oli suur, kallines nominaalne vahetuskurs kolmes riigis, kuid jäi Ungaris üldjoontes stabiilseks.<sup>96</sup> Selle tulemusena tugevnes reaalne vahetuskurs kõigis ujuva vahetuskursiga riikides suhteliselt palju, kuigi riikide vahel oli ka mõningaid erinevusi. Kriisi alguses pärast Lehman Brothersi pankrotti avaldas kapitali väljavool turvalisematesse piirkondadesse tugevat langussurvet ka vahetuskurssidele. Eriti silmatorkav oli Poola zloti odavnemine, samal ajal kui Tšehhi krooni väärtus muutus väga vähe. Niisugune asjade käik kajastus kohe reaalsetes vahetuskurssides, mis langesid kriisiaastal 2009, kuid tõusid taas mõeldukalt 2010. aastal. Vääringute vahetu odavnemine tekitas välisväeringus laenu võtnud ettevõtetele ja majapidamistele makseprobleeme; see puudutas eriti Ungarit. Teisalt aga soodustas sellega kaasnenud konkurentsivõime paranemine ekspordisektori ja impordiga võistleva sektori arengut.

Joonisel 12.7 on toodud SKP kasvu muutused aastatel 2005–2010. Sellelt selgub, et Ungari kasv jäi pärast 2006. aasta poliitilist kriisi nõrgaks, kuid teiste riikide aastased kasvumäärad püsisid tubli 5% juures. Tšehhis, Ungaris ja Rumeenias olid 2009. aastal suured tagasilöögid, mis olid laias laastus samas

96 Niisugune erinevus tulenes suuresti Ungari sündmustest 2006. aastal, kui eelarveprobleemid pinnale kerkisid ja poliitiline olukord muutus väga ebastabiilseks.

Joonis 12.7. SKP aastakasv 2005–2010 protsentides



Allikas: Eurostat (2014).

suurusjärgus kui Bulgaarias, kuid tunduvalt väikesemad kui Balti riikides. Huvitaval kombel ei tabanud Poolat majandussurutis ning nii 2009. kui ka 2010. aastal olid sealsed kasvunäitajad suhteliselt head.

Kui riiki voolab palju kapitali, on ujuval vahetuskursil mõned eelised. Sellega kaasnev reaalse vahetuskursi kallinemine toimub tavaliselt nominaalse vahetuskursi kallinemise vormis ning see vähendab ülekuumenemise ja inflatsiooni tekkimise ohtu. Niisamuti toob suur kapitali väljavool harilikult kaasa vääringu odavnemise, mis parandab konkurentsivõimet ja aitab kahandada negatiivseid tagajärgi toodangumahule. Ujuv vahetuskurs võib olla kasulik riikides, mida mõjutavad kapitalivoogude kiired muutused, sest ujuv vahetuskurs võib aidata stabiliseerida tootmist ja inflatsiooni.

Seda järeldust tuleb siiski võtta mõningate mööndustega. Kapitalivoogude kiired muutused võivad põhjustada nominaalse vahetuskursi suurt volatiilsust ja see võib kaasa tuua soovimatu ressurside ümberjaotamise sektorite vahel. Väikestele avatud majandusega riikidele, kus on ujuv vahetuskurs, võivad ikkagi probleeme valmistada väga suur kursikõikumine ja pikalevenivad vahetuskursi tasakaalustamatuse perioodid. Suures ulatuses kõikuv vahetuskurs võib olla ka ebakindluse allikas ning raskendada kodu- ja välismaiste hindade võrdlemist.

Kapitali suurel sisse- ja väljavoolul võib ikkagi olla destabiliseeriv mõju, isegi kui ujuv vahetuskurs toimib šoki pehmendajana ja keskpangad saavad määrata lühiajalisi intressimäärasid (*Lipschitz jt 2006*). Esiteks, kui vahetuskurs

tõuseb kapitali sissevoolu tulemusel, võivad investorid eeldada, et kursi kallinemine jätkub ja vääringu kallinemise ootus muudab riigi ahvatlevaks investeeringute sihtriigiks. Teiseks, kui kapitali sissevool ajendab keskpanka alandama välisinvesteeringute sissevoolu pärssimiseks lühiajalist intressimäära, võib tulemuseks olla varade (kinnisvara, aktsiate või võlakirjade) inflatsioon ning see on buumi ajal põhjendamatu ja võib ligi meelitada veelgi enam väliskapitali. Seda nimetatakse Tošovský dilemmaks, mis on nime saanud Tšehhi keskpanka endise presidendi Josef Tošovský järgi. Lõpptulemusena võib öelda, et kuigi ujuval vahetuskursil on mõnel juhul eeliseid, ei suuda see kõigis olukordades kaitsta riiki väliskeskkonna häirete eest.

### 12.3. LÕPPARUTELU

Aastatel 2005–2010 Kesk- ja Ida-Euroopa riikide ees seisnud makromajandusprobleemid olid erakordsed ning nende hulka kuulusid kapitalivoogude, kaubanduse ja üldiste hoiakute äärmuslik kõikumine. Bakker ja Lipschitz (2011, 136) võrdlevad rahapoliitika ülesandeid arhitektuurilahenduse väljatöötamisega maavärinapiirkonna jaoks. On võimatu öelda, milline käsitletud kahest vahetuskursisüsteemist ja kaheksast Kesk- ja Ida-Euroopa riigist on majandustulemuste poolest võitja. Tähtis osa võib olla ka paljudel konkreetse riigiga seotud erijoontel, mis on vahetuskursirežiimist suhteliselt sõltumatud. Sellele vaatamata on võimalik välja tuua kaks seisukohta.

Esimene neist väidab, et vahetuskursirežiimil oli enne ja pärast ülemaailmse finantskriisi puhkemist Kesk- ja Ida-Euroopa riikide makromajanduslikule arengule üksnes piiratud mõju. Kõikidesse selle piirkonna riikidesse voolas suurel hulgal kapitali ja nende majandus kuumenes enne kriisi üle; 2008.–2009. aasta kriisi ajal juhtus vastupidine. Kogu vaatlusaluse perioodi vältel olid valuutakomiteeriigi Bulgaaria ja ujuva vahetuskursiga riigi Rumeenia makromajanduslikud näitajad väga sarnased. Järelikult võib äärmuslikke suundumusi Balti riikides pidada nende riikide eriomaseks probleemiks.

Teise vaatenurga kohaselt mängisid vahetuskursirežiimid Kesk- ja Ida-Euroopa riikide tõusudes ja mõõnades tähtsat rolli. Selle seisukoha järgi läks ujuva vahetuskursiga riikidel kõige paremini äärmuslike kapitalivoogude aastatel, 2005–2010, kui vahetuskursis toimis šoki pehmedajana. Seda väidet näib toetavat tulemus, et üldiselt olid majanduse kõikumised suuremad analüüsi kaasatud valimi fikseeritud vahetuskursiga riikides kui ujuva kursiga riikides. Ülemaailmse finantskriisiga seotud tagasilöögid olid eriti rängad Baltimaades, kus oldi harjutud suure kapitali sissevooluga ja kus oli seetõttu kogunenud suur hulk väliskohustusi.

Sisuliselt väidavad teise vaatepunkti esindajad, et ujuva vahetuskursi süsteem võimaldab vahetuskursil toimida šoki pehmedajana, mis kaitseb majandust kapitalivoogude, kaubanduse ja hoiakute muutuste eest. On oluline märkida, et kõigil juhtudel ei pruugi see siiski niisugust soodsat tulemust anda. Ehkki ujuv vahetuskursis võib toimida mõnes olukorras šoki pehmedajana, võib ta teises olukorras hoopis olla destabiliseeriv šoki esilekutsuja. Spekulatiivsed ja meeoleolul põhinevad kapitalivood võivad kaasa tuua nominaalse vahetuskursi suured muutused ja need võivad põhjustada suuri erinevusi tasakaalulisest vahetuskursi väärtusest. Nii võib juhtuda, kui riik on väga väike, kui riik on

väga avatud või kui riigi majanduspoliitikat tuleb teha suure ebakindluse tingimustes. Hagen ja Zhou (2005) analüüsivad vahetuskursi poliitikat 25 postkommunistlikus riigis ja jõuavad empiirilise tõestusmaterjali põhjal samadele järeldustele.

Arutelu põhjal võib järeldada, et tõenäoliselt ei ole olemas vaid üht vahetuskursirežiimi, mis sobiks kõikidele riikidele ühtmoodi ja igal ajal. Vahetuskursirežiimi eelistuse puhul on määravad majanduslik ja institutsiooniline taust, majandust mõjutavad häired ja poliitilised prioriteedid – kõik need on kahtlemata olulised ka vahetuskursirežiimi valikul praktikas. Sedamööda, kuidas häired majandust mõjutavad ja kuidas majanduslik olukord aja jooksul muutub, võib muutuda ka see, millist vahetuskursirežiimi eelistatakse. Selle seisukoha on ühes oma kõnes lühidalt kokku võtnud IMFi endine asetsegevdirektor Stanley Fischer (1999): „*Vahetuskursisüsteemi valik on üks neist probleemidest, millel ei ole head lahendust: ainus kindel asi on see, et olenemata riigi vahetuskursisüsteemist soovib ta ühel hetkel kindlasti, et tal oleks teine süsteem.*”

Lõpptulemusena võib öelda, et sageli on võimalik väita, et valitud vahetuskursirežiim on ühel või teisel hetkel sobimatu. Samas on võimatu ja ebasoovitav vahetuskursirežiimi sageli muuta. Režiimi valik peab seetõttu põhinema pikaajalistel kaalutlustel ning majanduslike ja halduslike prioriteetide vahelisel kompromissil.

Alapeatükkides 12.1 ja 12.2 esitatud võrdlevast analüüsist võib samuti järeldada, et vahetuskursirežiim ei mänginud paljudes ülemaailmse finantskriisi vallandumise järel toimunud sündmustes erilist rolli. Valitsussektori võlakriis tabas mõlema vahetuskursirežiimiga riike ning oli suures osas eelarvepoliitikat ja finantssektori reguleerimist puudutavate varasemate otsuste tagajärg. Samuti olid kummagi vahetuskursirežiimiga riikides teravad töötusprobleemid ning neid mõjutasid samuti struktuuri- ja sotsiaalpoliitika.

Seega võib järeldada, et vahetuskursisüsteemi eri aegadel toetavad ja piiravad poliitikameetmed on sama tähtsad kui valitud süsteem ise. Lõpuks juhib vahetuskursisüsteem vaid erinevaid vääringuid kasutavate riikide nominaalset hinnaskaalat. Toetudes riikide aegridadele, teeb Rose (2011) kokkuvõtte, et erinevate vahetuskursirežiimide mõju osutub pikas perspektiivis huvipakkuvate näitajate – toodangu kasvu ja inflatsiooni – seisukohast väga väikeseks. Riigi majandustulemuse määrab suur hulk tegureid ja vahetuskursirežiim on neist vaid üks ja väidetavalt mitte eriti tähtis tegur.



Alates 1990ndate algusest on Kesk- ja Ida-Euroopa riikides ilmnunud finants-turgude ebastabiilsust, SKP suuri kõikumisi ja sageli ka kõrget töötuse määra; aastad 2005–2010 ei olnud selles suhtes erandlikud. Esmapilgul tundub, et volatiilsust esines ujuva vahetuskursiga riikides vähem kui fikseeritud kursiga riikides, kuid siin on palju erandeid ja seda pilti võivad aidata seletada ka paljud teised tegurid, näiteks riigi suurus ja avatus. Igal juhul tuleb makromajandusliku ebastabiilsuse vähendamiseks Kesk- ja Ida-Euroopas rakendada vahetuskursirežiimi kõrval ka muid meetmeid. Haavatavust saab vähendada range eelarvepoliitika, tõhusate riigiasutuste, finantssektori reguleerimise ja arvukate teiste vahendite abil. Jätkusuutmatu võla kuhjumise ohtu ning majapidamise, ettevõtete ja finantsasutuste liigset riskidele avatust saab vähendada usaldatavusnormatiividega. Ja viimaks, oluline roll võib olla ka vastutsüklilistel meetmetel, sh traditsioonilisel vastutsüklilisel eelarvepoliitikal, aga ka vähem traditsioonilistel instrumentidel, nagu kinnisvaratehingute maksustamine ning laenuitingimuste ja kogumispensioni maksete varieerimine sõltuvalt majandusliku faasist. Kokkuvõttes võib neil abimeetmetel olla tugeva ja stabiilse majandusarengu saavutamisele Kesk- ja Ida-Euroopa riikides suurem mõju kui vahetuskursirežiimi valikul.

### **Kirjandus**

- Bakker, B., Lipschitz L. (2011). Monetary Policy Challenges in the CESEE Region: Architecture for an Earthquake Zone. – Nowotny, E., Mooslechner, P., Ritzberger-Grunwald, D. (toim). *Post-Crisis Growth and Integration in Europe: Catching-up Strategies in CESEE Economies*. Elgar.
- Blanchard, O., Giavazzi, F. (2002). Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? – *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Eurostat (2014). Statistics Database, European Commission. [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database).
- Fischer, S. (1999). The Financial Crisis in Emerging Markets: Some Lessons. Kõne 28.04.1999. <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/042899.htm>.
- Gabrisch, H., Staehr, K. (2012). The Euro Plus Pact: Competitiveness and External Capital Flows in the EU Countries. Eesti Panga toimetised, 5.
- Hagen, J., v., Zhou, J. (2005). The Choice of Exchange Rate Regime: An Empirical Analysis for Transition Economies. – *Economics of Transition*, 13 (4).
- Jevčák, A., Setzer, R., Suardi, M. (2010). Determinants of Capital Flows to the New EU Member States before and during the Financial Crisis. *European Economy: Economic Papers*, 425.
- Lipschitz, L., Lane, T., Mourmouras, A. (2006). Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant? – *Finance a úvěr: Czech Journal of Economics and Finance*, 56 (5-6).

Rose, A. (2011). Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky. – *Journal of Economic Literature*, 49 (3).

Rosenberg, C., Tirpak, M. (2009). Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU. – *Finance a úvěr: Czech Journal of Economics and Finance*, 59 (3).

Stæhr, K. (2007). Economic Developments in the Baltic States: Success and New Challenges. – *Monetary Review* (Danmarks Nationalbank), 2007/4.

Stæhr, K. (2012). External Capital Flows, International Price Competitiveness and Short-term Economic Growth in Latvia. – *EU Balance-of-Payments Assistance for Latvia: Foundations of Success*. European Economy. Occasional Papers, 120.

## 13. EURO TULEK JA VALUUTAKOMITEE LÕPP

*Märten Ross*

### 13.1. EUROALAGA ÜHINEMISE TINGIMUSED

#### 13.1.1. Euro tuleku esmane mõju

Ühisraha kasutuselevõtt Euroopas avaldas Eesti valuutakomitee toimimisele kohe märkimisväärset mõju. Otsene mõju oli suhteliselt piiratud ja väljendus peamiselt ühisrahaga seotud praktilist laadi tegevuses, nagu krooni uue vahetuskursi kindlaksmääramine uue baasvaluuta suhtes ja euro sularaha käibele-tulekule eelnenud teavituskampania korraldamine.

Kaudne mõju avaldus aga peamiselt kolmes valdkonnas, mille olulisust võis märgata juba 1990ndate lõpu poole ja mis tähtsustusid veelgi enne Eesti ühinemist Euroopa Liiduga uuel aastatuhandel.

Esiteks tõstis baasvaluutana kasutatava vääringu geograafilise kasutusala ja majandusliku tähtsuse suurenemine ka vahetuskursipoliitika usaldusväär-sust ja majanduslikku tähendust. Kuigi ka Saksa mark oli olnud maailmas oluline valuuta ning tema kasutus eelkõige Euroopas laialdane, oli euro tähendus globaalses kontekstis siiski rahaliidu toimimise algusest peale palju suu-rem. Eesti jaoks oli tähtis, et ühisraha võeti kohe kasutusele ka Soomes, eriti pärast sularahaeuro käibele tulekut aastal 2002. Sellega hakkas valuutakomitee baasvaluuta Eesti inimeste ja ettevõtete igapäevaelu varasemast veelgi enam mõjutama.

Teiseks avaldas rahasüsteemile kaudset mõju valuutakomiteest väljumise selge strateegia tekkimine. Fikseeritud vahetuskursi pidamine pelgalt ajuti-seks rahapoliitiliseks strateegiaks, nagu paljudele valuutaturul tegutsejatele tundub loomulik, ei põhine kindlasti mingil otsesel vajadusel ega ka majan-dusteoreetilisel kaalutlusel. Parim näide selle kohta meie lähipiirkonnast on Taani. Fikseeritud vahetuskursi poliitika nõrk külg on võimetus piisavalt tõhu-salt ümber lükata turgudel levinud arvamust, et suuremate majandusraskuste valutumaks ületamiseks peaks olema võimalik vahetuskurssi muuta. Teatud piirini on turuosaliste sellised mõttekonstruktsioonid osa süsteemi normaals-est toimimisest – surve vahetuskursile on rahasüsteemi signaal majanduse kohandumiseks. Samas võib asjatu spekulatsioonid fikseeritud vahetuskursi

muutmise teemal majaduse stabiilsust kõigutada ning selle hind võib olla märkimisväärne. **Eurosüsteemi tekkimine koos Eestile avanenud kindla väljavaatega sellega ühineda muutis** turuosaliste käsitust sellest, milline on valuutakomitee usaldusväärsus pikemas vaates. Isegi ajal, kui tegelik euroga liitumine ei olnud veel päevakorral, näiteks 2002.–2003. aastal, vähendas praktilise väljumisstrateegia olemasolu ebakindlust rahasüsteemi suhtes ning kahandas tõenäoselt mõningal määral ka kapitalikulud.

Osalt seetõttu hakati sajandivahetusel arutlema selle üle, kas Eesti ei võiks loobuda valuutakomiteest juba enne Euroopa Liiduga ühinemist ning võtta euro kasutusele ühepoolset. Teema arenes isegi niikaugele, et Eesti valitsus moodustas töögrupi ühepoolse eurole ülemineku võimaluste analüüsiks (*Vabariigi Valitsuse pressiteade, 24.01.2000*). Kuigi idee pikemat edasiarendamist ei peetud mõistlikuks vähemalt senikaua, kuni ettevalmistused korrakohaseks ühinemiseks Euroopa Liiduga ja sedakaudu ka ühisrahaga jätkuvad, aitas see siiski kaasa euro kasutuselevõtu kui strateegilise eesmärgi teadvustamisele. Euroopa Liidust tuli sellele ideele aga väga konkreetne vastus, mis lõpetas edasised selleteemalised diskussioonid: „[---] tuleb selgitada, et ühisraha ühepoolne kasutuselevõtmine „eurostumise” kaudu oleks vastuolus asutamislepingu sätestatud majandus- ja rahaliidu majanduslike aluspõhimõtetega, mille kohaselt euro võetakse kasutusele alles mitmepoolse struktuurse lähenemisprotsessi lõppetapis. Seepärast ei ole võimalik ühepoolse „eurostumise” kaudu asutamislepingu kohastest euro kasutuselevõtu etappidest kõrvale hoida” (*Ecofin 7.11.2000: 2301st Council meeting ECOFIN Brussels*).

**Euro kolmas oluline mõju valuutakomitee toimisele oli seotud rahasüsteemi tugevama lõimumisega.** Kuigi ühisraha rolli turgude suurema ühendajana on hinnatud mitmeti (vt nt *Rose 2000*), on siiski tõenäoline, et ühisraha olemasolu kiirendas Põhjamaade pangandussüsteemi integratsiooni ja Rootsi pankade tegevuse laienemist euroga seotud Balti riikidesse. Seejuures toimus see niisuguses ulatuses ja sellise kiirusega, mis ületas isegi euroala riikides toimunud protsesse.

Mõneti üllatavalt selgus avaliku arvamuse uuringute tulemustest, et euro kasutuselevõtt oli populaarsem kui Euroopa Liiduga ühinemine. Viimase kohta andsid uuringud vastuolulist informatsiooni (vt kandidaatriikide Eurobaromeetri uuringud, nt viimane enne ELiga liitumist läbiviidud küsitlus (*Eurobaromeeter 2004-1*)).

### 13.1.2. Euroalaga liitumise tingimused

Rahaliiduga ühinemise ajakava hakati põhjalikumalt arutama niipea, kui otsus Euroopa Liiduga ühinemise kohta oli selgunud. Võimalikult peatse ühisraha kasutuselevõtu ühe eelduse – liitumise Euroopa vahetuskursimehhanismiga ERM2 – seadis valitsus eesmärgiks juba 2003. aasta liitumiseelses majandusprogrammis (*Vabariigi Valitsuse pressiteade, 12.08.2003*). Ametlikumalt sõnastasid valitsus ja Eesti Pank rahaliiduga ühinemise ajalise eesmärgi 2004. aasta alguses tehtud avalduses, mille kohaselt pidi valmisolek eurosularaha kasutuselevõtuks rahaliidu liikmena saavutatama 2006. aasta suveks (*Vabariigi Valitsuse pressiteade, 15.01.2004, Eesti Panga pressiteade 16.01.2004*).

Mitmetele Euroopa Liidu reeglitega vähem kursis olnud vaatlejatele tundus, et euroga ühinemine on Euroopa Liidu liikme jaoks üksnes formaalsus, sest rahapoliika seisukohast tähendas valuutakomiteelt ühisele rahale üleminek võrdlemisi vähe uut. Mõningase liialdusega väideti seejuures, et tänu fikseeritud kursi poliitikale oli Eesti olnud kaudselt ühisraha piirkonna liige kauemgi kui mitmed esimese ringi ühisraha kasutuselevõtjad. Viimaste vahetuskursis kõikus veel 1997. aastalgi ning seega olid nende majanduse sisemised kohandumismehhanismid rahaliidus elamise jaoks väidetavalt ebasobivamad. Selline kõrvutamise oli loomulikult eksitav ning euro kasutuselevõtu ajastuse määras siiski ühinemiskriteeriumide täitmine, mis eeldas vähemalt teatud ülemineku perioodi.

Uutele liitujatele kehtinud eurovalmiduse kriteeriumidest olid kõige selgemiini määratletud ja avalikkusele kõige enam tuntud viis arvnäitajat (ehk Maastrichti kriteeriumid). Liikmesriigi avaliku sektori eelarvepuudujääk pidi olema alla 3% ja riigi võlg ei tohtinud ületada 60% SKPst. Vahetuskursis pidi olema liitumisele eelnenud kahe aasta jooksul euro suhtes stabiilne. Tarbijahindade aasta keskmine kasv ei tohtinud ületada rohkem kui 1,5 protsendipunkti võrra kolme parima hinnastabiilsuse näitajaga liikmesriigi inflatsiooni keskmist taset. Nende kolme<sup>97</sup> liikmesriigi riigivõla pikaajalisest intressimäärast ei tohtinud kandidaadi intressimäär olla rohkem kui kahe protsendipunkti võrra kõrgem.

Vaatamata näilisele lihtsusele ei taandunud liitumisvalmiduse hindamine siiski kunagi pelgalt nende numbriliste näitajate mõõtmisele ja selle põhjal

---

97 Mõningatel erandjuhtudel võib võrdlusriike olla ka vähem kui kolm.

**automaatse vastuse leidmisele** (vt nt Euroopa Komisjoni ja EKP lähenemisaruanded ning *Euro kasutuselevõtu aruanne 2007*). Kõikide arvnäitajatega seos tus juba esialgsetes hindamisreeglites olulisi tõlgenduslikke täpsustusi, mida ei käsitletud tingimata avalikel aruteludel. Näiteks vajas täpsustamist erakorralistest asjaoludest tingitud ebatavaliselt madala inflatsiooniga või ka hinna-langusega (deflatsiooniga) riikide sobivus parima hinnastabiilsusega riikide kriteeriumi täitjate hulka. Samuti ei hinnatud vahetuskursikriteeriumi täitmist pelgalt statistikas paari aasta jooksul fikseeritud kursi stabiilsuse põhjal, vaid selle eeldus oli vahetuskursimehhanismis kokkulepitud kõikumispiiride järgimine *ilma tõsiste pingeteta*<sup>98</sup>, mille tõlgendus oli mõneti ebamäärane.

Peale selle oli näiteks ka Euroopa Liidu toimimise lepingus ehk alusleppes sätestatud inflatsioonikriteeriumi püsiva täitmise nõue, mille tõlgendamine jäi küll suuresti asjaosaliste institutsioonide (Euroopa Komisjon, Euroopa Keskpank) otsustada. Eelarvepuudujäägi kriteeriumi tõlgendades aga ei arvestatudki – vastupidi üldisele arusaamale – otseselt arvnäitajaga, vaid sellega, kas liikmesriigi suhtes oli või ei olnud algatatud ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlus. Samuti sisaldas aluslepe algusest peale nõuet hinnata riikide valmisolekut rahaliiduga ühineda täiendavatest vaatenurkadest, nagu näiteks turgude lõimitus ja majanduse välispositsiooni jätkusuutlikkus. **Kokkuvõttes hõlmas riikide valmisoleku hindamine laiemat analüütilist tervikut kui üldiselt teada arvnäitajate täitmine.** Sellele lisandus veel üksjagu nõudeid kesk-panga tegevust ja sõltumatust puudutavatele õigusaktidele.

### 13.1.3. Vahetuskursimehhanismiga liitumine ja selle tähendus

Kuigi nii varasemas kui ka hilisemas euroalaga liitumise faasis oli Eesti jaoks peamine sisuline küsimus inflatsioonikriteeriumi täitmine, määras liitumise ajaraamistiku alguses hoopis vahetuskursikriteerium. Ehkki see tundus eba-loogiline – oli ju valuutakomitee süsteemis sätestatud kursi stabiilsus olnud peamine argument rahaliiduga kiire liitumise poolt –, ei olnud see erinevate riikide liitumisvalmiduse varasemate hindamiste kontekstis siiski ootamatu. Nimelt tõlgendati vahetuskursikriteeriumi puhul nõutud kaheaastast stabiilse kursi perioodi ERM2 liikmeks oldud ajana. Et ERM2-s osalemine oli olnud võimalik vaid Euroopa Liidu liikmetel, ei olnudki 2004. aasta liitujatel sisu-

---

98 Euroopa Liidu toimimise lepingus (Lissaboni lepingus ehk alusleppes) on see kriteerium sõnastatud järgmiselt: „Liikmesriik peab olema järginud vahetuskursimehhanismis ettenähtud normaalseid kõikumisvahemikke ilma tõsiste pingeteta vähemalt kahe aasta jooksul enne kontrollimist.”

liselt võimalik ühisraha enne 2007. aastat kasutusele võtta, sest tingimuseks seatud kaks aastat oleks täitunud alles 2006. aasta kevadise lähenemisaruande ajaks. Seejärel oli vaja veel piisavalt aega üleminekuga seotud tehniliste küsimuste lahendamiseks.

Eestiga sarnases olukorras olid ka teised euroga seotud vahetuskursipoliitikat järginud uued liikmesriigid, nagu Leedu, Sloveenia, Malta, Läti ja Küpros. Mõnevõrra erinev oli aga olukord kindlalt ujuva vahetuskursi valinud riikides, nagu Poola ja Tšehhi, kelle jaoks ERM2-ga liitumine tähendanuks tõesti märgilise tähtsusega muutust rahapoliitika strateegias. (Kumbki neist pole praeguse ni ERM2-ga ühinenud.)

**Kiire ERM2-ga liitumise vormilisest tähtsusest hilisema euroraha kasutuselevõtu jaoks saadi 2004. aastal hästi aru. Samme selleks astuti juba enne seda, kui Eestist sai sama aasta 1. mail ELi liige. Ametlik liitumismenetlus, millega kaasnesid konsultatsioonid Euroopa Komisjoni ja Euroopa Keskpangaga ning majandus- ja rahanduskomitees (EFC), sai siiski alata alles pärast Euroopa Liiduga ühinemist. ERM2 liikmeks võeti Eesti euroala riikide, EKP presidendi ning Taani ja Eesti rahandusministrite ja keskpankade presidentide otsusega 27. juunist 2004 ning Eesti ametlik liikmestaatus jõustus päev hiljem. Samal ajal liitusid ERM2-ga ka Leedu ja Sloveenia. Erinevalt varem liitunud riikidest tuli Eestil, Leedul ja Sloveenial anda ka mitmeid majanduspoliitilisi kinnitusi oma valmisoleku kohta hoida majandus tasakaalus. Kuigi neil dokumentidel puudus konkreetne ametlik raamistik, osutusid need lubadused eurole ülemineku hilisemas faasis oodatust olulisemaks.**

**Kui Euroopa varasema valuutakoostöö raames oli vahetuskursimehhanismiga liitumine olnud laia kõlapinnaga ettevõtmine<sup>99</sup> ja ka eelmiste rahaliiduga ühinejate puhul oli tihti tegu suuremat avalikku elevust tekitanud otsusega, siis valuutakomitee kontekstis ei peetud seda sammu esialgu kuigivõrd märkimisväärseks. Eesti üldsuse jaoks ei olnud see oluline uudis (vt nt BNSi või Postimehe 2004. aasta materjale). ERM2-ga liitumine ei tähendanudki esialgu ulatuslikumaid praktilisi muudatusi rahasüsteemi toimimises.**

---

99 Siin tuleb vaadelda laiemat konteksti: EMSi (*European Monetary System*) ehk Euroopa rahasüsteemi esimene faas oli ERM1 (1979–1999) – vabatahtlik vahetuskursside sidumise süsteem, mille keskmeks oli Saksa mark. Pärast euro kasutuselevõttu 1999. aastal algas teine faas ehk ERM2. See oli mõeldud euroalaga liitumise ettevalmistavaks etapiks euroga mitteühinenud ELi riikidele. Kolmas ja lõplik etapp on EMU ehk majandus- ja rahaliit, millega kaasneb valuutaliit ehk vahetuskursside kadumine.

See, kui oluline oli kiire ERM2-ga liitumine tegelikult, ilmnes alles mitu aastat hiljem, kui selgusid mõned liitumisega seotud menetluste eripärad. Nimelt oli igal ELi liikmesriigil, Euroopa Komisjonil ja ka Europa Keskpangal õigus vahetuskursimehhanismiga liitumisele veto panna. Ühisraha kasutuselevõtu puhul aga EKP-l, vaatamata tema kesksele rollile, see võimalus ametlikult puudus. Tähelepanuväärne on ka see, et kuigi ERMi puudutavate otsuste puhul tuli oma vastuseisu sisuliselt põhjendada, ei olnud ega ole ka praegu ERM2 liikmelisusele seatud mingeid kindlaid kriteeriume. Seetõttu oli võimalik, et mõne asjaosalise eitav vastus liitumissoovile võis tugineda kriteeriumide arvuliste väärtustega võrreldes palju ebamäärasematele argumentidele.

Esimestel Euroopa Liiduga ühinemise järgsetel aastatel, kui olukord rahastusteemis ja maailma finantsturgudel oli näiliselt rahulik, ei paistnud need menetluslikud erisused kuigi olulistena. Olukord muutus siis, kui oli lahvatanud globaalkriis ja uutes liikmesriikides ilmnes tasakaalustamatus. Liitumine euroga oli seetõttu muutunud endisest keerulisemaks. Ilmselt saigi see mõne riigi puhul ERMiga ühinemisel takistuseks ning selle tõttu lükkusid edasi ka nende euro kasutuselevõtu kavad. Võib oletada, et mõni aasta hiljem, näiteks 2007–2009, oleks ka Eesti liitumine ERM2-ga olnud oluliselt keerulisem kui esimestel ELi liikmeks oleku aastatel. See oleks aga võinud euro kasutuselevõtu aastateks edasi lükata. Niimoodi kujunes esmapilgul tehnilise sammuna tundunud vahetuskursimehhanismiga liitumisest üks euro kasutuselevõtu olulisi teetähiseid.



## 13.2. EESTI ÜHINEMINE EUROALAGA

### 13.2.1. Esimene aasta Euroopa Liidus

Pärast ERM2-ga liitumist kerkis euroalaga ühinemise vaatepunktist keskele kohale inflatsioonikriteeriumi täitmine. Oodatavat majandusarengut ja sellega seotud tulu- ja hinnatasemetega ühildumist (*income and price level convergence*) arvestades oli selge, et kuni püsib suur palkade ja hindade erinevus arenenud euroala riikidega võrreldes, püsib paratamatult ka vastuolu eeldatava kiirema kasvu ja inflatsioonikriteeriumi täitmise vahel. Oli ülimalt tõenäoline, et juhul kui Eestis oodatav 5–6% majanduskasv saab teoks, on ühtaegu oodata vähemalt 3–4% inflatsiooni. See omakorda välistanuks inflatsioonikriteeriumi täitmise.<sup>100</sup>

Kuigi probleem ei olnud ainuomane vaid fikseeritud vahetuskursiga riikidele, võimendus sedalaadi põhimõtteline vastuolu just valuutakomitee kontekstis, kus hinnataseme ühtlustumisele ei saa kaasa aidata vahetuskursi tugevnemine. Hiljem rakendas näiteks Slovakkia oma valuuta taktikalist revalveerimist, et muuta impordihinnad kodumaises vääringus odavamaks ja kergendada sellega ka inflatsioonikriteeriumi täitmist.

Samas oli Euroopa Liiduga ühinemise eelsel ajal Eesti hinnakasv, eriti tagantjärele hinnatuna, ootamatult väike. Suuresti seletas seda 21. sajandi algusaastatel alanud euro vahetuskursi tõus USA dollari suhtes, mis vähendas paljude dollaris noteeritud väliskaupade, näiteks nafta hinda. Mootorikütuse osakaal Eesti tarbijakorvis oli rikkamate riikide keskmisest suurem. Muu hulgas vähendas see asjaolu aastatel 2003–2004 taas tasapisi kasvama hakanud toormehindade mõju Eesti inflatsioonile. Samas on viidatud ka sellele, et just aastatel 2002–2003 tugevnes jaekaubanduskettide vaheline konkurents, mis omakorda pärssis mõnda aega kaubanduslikke juurdehindlusi. Kuna tegemist oli ajutise nähtusega, järgnes sellele hiljem paratamatult taas kiirem hinnatõus.

**Euroopa Liiduga ühinemisele eelnenud suhteliselt aeglase hinnakasvu aastail toimunu mõju hilisemale inflatsioonikasvule võis olla veelgi suurem, sest ajutine inflatsioonitempo aeglustumine võis tekitada ka liigoptimistlikke**

---

100 Tekstis toodud majanduskasvu- ja inflatsiooninäitajad olid hinnangulised, omas ajas. Arvestades hilisemat statistika ülevaatamist, ei ole tollased arvutused praegu enam asjakohased.

reaalpalga kasvu ootusi ja anda hoogu liiga kergekäelisele laenuvõtmisele ning tarbimise kasvule. Tõenäoselt kiirendas aeglase inflatsiooni periood omalt poolt hinnatõusu Euroopa Liiduga ühinemise järgsel ajal.

**Teisalt, euro kasutuselevõtu vaatepunktist näitas aeglase hinnakasvu periood, et vaatamata konvergensiga seotud põhimõtteliste raskustele võivad hinnataseme ja tulude ühtlustumise tempod olla erinevad pikema aja vältel.** Soodsate asjaolude kokkusattumisel ei saanud inflatsioonikriteeriumi täitmist siiski täielikult välistada.

Siinkohal tuleb arvestada, et kuigi Euroopa Liiduga ühinemine hoogustas investeerimist ja kasvu, tõi liitumisaasta ise majandusse mõningat ebakindlust. Kuigi objektiivselt raskesti seletatav, võib seda pidada loogiliseks reaktsiooniks, sest muutusid näiteks väliskaubandust puudutavad õigusaktid. Samuti tulenes ebakindlus turu suurema avatusega seotud tihenevast konkurentsist. Seetõttu ei tähendanud 2004. aasta teine pool ja isegi 2005. aasta algus veel olulist sisenõudluse ja laenuvõtmise hoogustumist. Ka see suurendas optimismi euroga liitumise tingimuste täitmise suhtes.

**Selles olukorras võtsid keskpank ja rahandusministeerium euro kasutuselevõtu suhtes ettevaatlikult aktiivse positsiooni.** Ühest küljest käivitati ettevalmistused eurole üleminekuga seotud praktiliste küsimuste kaardistamiseks ja alustati kriteeriumide täitmise plaanide väljatöötamist. Samuti hakati tähelepanelikumalt jälgima administratiivsete hinnatõusude ja maksumuudatuste plaane, et kriteeriumi täitmine ei takerduks riigipoolsete ettevaatamatute sammude taha. Teisalt rõhutati nii avalikus kui ka ametkondlikus suhtluses valuutakomitee jätkuva sujuva toimimise tähtsust. Teadlikult rõhutati, et euroga liitumine ei ole valuutakomiteega hästi toimetulevale rahasüsteemile mitte elu ja surma küsimus, vaid see on järgmine loogiline samm stabiilse keskkonna ülesehitamisel (vt nt *EP aastaaruanne 2003*).

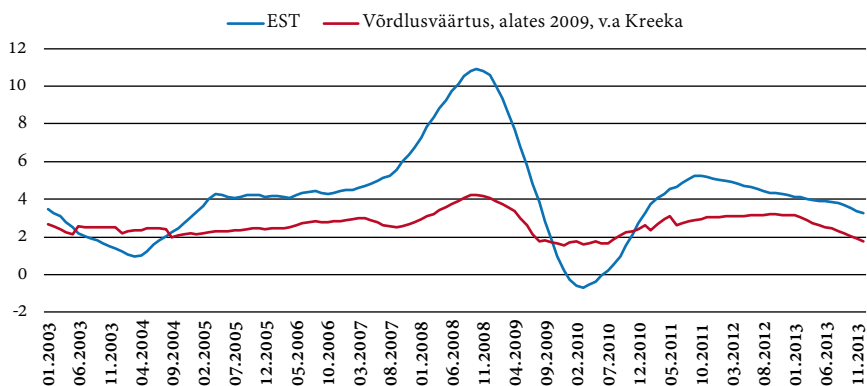
### **13.2.2. Konvergensimäng kogub tuure**

**2005. aasta edenedes muutus olukord majanduses märgatavalt.** Euroopa Liiduga ühinemise tulemusel kasvanud usaldus Eesti vastu, maailma finantsturgude eufooriast tiivustatud Skandinaavia pankade strateegilised otsused ja inimeste tuluootuste järsk kasv seoses avanenud tööturuga hakkasid kiiresti tagant õhutama laenuvõtmist, kinnisvarainvesteeringuid ja ehitustegevust. 21. sajandi algusaastate suhteliselt tempokas majanduskasv sai sisenõudlusest hoogu juurde ning see väljendus üsna pea nii palkade kui ka hindade jätkuvas

kerkimises. Ülikiire sisenõudluse ja laenude kasv kestis umbes poolteist aastat, kuni hakkas 2007. aasta alguses taanduma. Edasist kasvu pidurdas selleks ajaks saavutatud piisavalt suur palgahüpe, mis oli olnud eriti silmatorkav ehituse vallas, samuti kinnisvarahindade tõus arenenud turgudega võrreldavas suurusjärku.

**Euro kasutuselevõtu vaatepunktist pidurdus kasv siiski liiga hilja ja liiga aeglaselt.** Sügiseste majandusprognooside kohaselt muutus inflatsioonikriteeriumi täitmine 2006. aastal juba väga küsitavaks, sest käsikäes majanduskasvu kiirenemisega 8%ni oli hoogustunud ka palga- ja hinnatõus. Inflatsioonitase oli 2005. aastal üle 4% ja edaspidi oli oodata pigem hinnakasvu kiirenemist (*Eesti Panga majandusprognoos 2006–2008*). Sellistel eeldustel Maastrichti kriteeriumide täitmisele loota ei saanud. Kuigi muude kriteeriumide seisukohast võis olukorda pidada heaks, ei olnud 2006. aasta kevadeks alust loota, et inflatsioonikriteeriumi kontrollväärtus tõuseks üle 2,9–3%. Eesti inflatsiooninäitaja ja inflatsioonikriteeriumi suuruse tegelikest muutustest annab ettekujutuse joonis 13.1.

Joonis 13.1. Inflatsioonikriteeriumi täitmine



Seda arvesse võttes loobusid keskpang ja valitsus 2006. aastal eesmärgist sama aasta lähenemisaruanDES positiivne hinnang saada ning seega ka 2007. aastal euro kasutusele võtta (*RM, EP 21.03.2006*). Kui prognoositav erinevus tegeliku inflatsiooninäitaja ja kontrollväärtuse vahel oleks jäänud vaid mõne protsendikümnendiku piiresse, oleks võinud kaaluda inflatsiooni täppisjuhtimist lühiajalise mõjuga haldusmeetmete abil. Ühest protsendipunktist suurema erinevuse kahandamine ei olnud sel viisil aga võimalik.

Kõige keerulisem oli Eesti krooni võimaliku revalveerimise küsimus, mida arutati keskpannas mitteametlikult, ilma et see oleks jõudnud ametlikke otsustusi eeldavasse järku. Kui muud haldusmeetmed oleksid avaldanud kodumaistele hindadele vaid ebakindlat ja piiratud mõju, oleks krooni välise kursi tugevneda laskmine kindlasti alandanud importtoodete hindu ning seega aeglustanud ka tarbijahinnaindeksi kasvutempot. Ent selle sammu astumisele oli ka veenvaid strateegilisi vastuargumente, mida keskpank pidas lõppkokkuvõttes pooltargumentidest kaalukamateks. Valuutakomiteest loobumine ei olnud riigi rahasüsteemi strateegilistes huvides (vt järgmist alapeatükki).

### **13.2.3. Kas eurole üleminek 2007. aastal oleks olnud ikkagi võimalik?**

Oli neid, kes arvasid, et Eesti oleks pidanud suutma euro kasutusele võtta kohe pärast Euroopa Liidu liikmeks saamist. Kiire eurole ülemineku ebaõnnestumise kritiseerijad süüdistasid järgnevatel aastatel nii valitsust kui ka keskpanka tegevusetuses. Nad leidsid, et inflatsioonikriteeriumi täitmise nimel pingutati liiga vähe. Põhiliselt viidati sellele, et valitsus ja keskpank ei ennetanud sisenõudluse kasvu majanduspoliitiliste vahenditega ja seega ei ohjeldatud ka inflatsiooni. Samuti on väidetud, et hinnatõusunäitajaid oleks siiski saanud tehniliste vahenditega kriteeriumi täitmiseks piisavalt mõjutada.

**Kuigi hilisem analüüs on näidanud, et majanduse stabiilsuse huvides oleks olnud tarvilik vastutsüklilisem majanduspoliitika (Ross 2011), ei anna järgmistel aastatel euro kasutuselevõtu vallas toimunu alust arvata, et samalaadsest lähenemisest oleks ka siin abi olnud. Seda eelkõige kahel põhjusel.**

Esiteks juhtisid Eesti majanduse arengut 21. sajandi alguses peamiselt majanduse konvergentsi toetavad süvahoovused, näiteks siinse tööturu järjest tihedam lõimumine Soome tööturuga. Väliselt toetas majanduse kiiret kasvu ka soodus ülemaailmne kasvukeskkond ja madal intressitase. Kõigele sellele tõhusa vastukaalu leidmine oleks olnud praktiliselt võimatu ilma samal ajal Euroopa Liiduga ühinemisele suunatud strateegiast ja avatud majanduse põhimõtetest loobumata. Eesti jaoks, kus reaalne tulutase oli liitumisaastal ainult 57% Euroopa Liidu keskmisest ja hinnatase ainult õige pisut kõrgem – 63% –, tähendas 1990ndatel alustatud struktuurireformide, väliskeskonna hoogsat kasvu ja Euroopa Liiduga ühinemise koondmõju ülimalt suurt kasvukiirendust. Mitme teise esimeses laines Euroopa Liiduga ühinenud riigi – Sloveenia, Malta ja Küprose – olukorda lihtsustas Eesti omast märgatavalt kõrgem hinna- ja tulutase. Hinnatasemega korrigeeritud SKP inimese kohta oli

neis riikides 2004. aastal vahemikus 78–91% ja hinnatase omakorda 73–91% Euroopa Liidu keskmisest. See vähendas selgelt ka ühise majandusruumiga liitumisest tingitud konvergentsisurveid.

Inflatsiooninäitaja, mida arvestatakse Maastrichti kriteeriumile vastavuse hindamisel, tõusis Eestis 2004. aasta lõpu 3% tasemelt juba paari kuuga rohkem kui 4%ni. Eesti majanduse toodangumahtude ligi 10% kasvutempot arvestades oli see isegi pigem oodatust madalam. 2006. aastal püsis näitaja pidevalt 4,5% juures. Kuigi sedalaadi arvutused jäävad spekulatiivseks, pidanuks näiteks 2% inflatsiooni saavutamiseks majanduskasv olema tegelikust vähemalt 4 protsendipunkti väiksem. Selle saavutamiseks oleks aga eelarve ülejääk pidanud olema vähemalt 6–8% SKPst ehk märksa suurem kui tegelik 2%. Tulude kasvu ootused oleksid samuti pidanud olema tunduvalt tagasihoidlikumad. Kuigi tagantjärele tundub, et toonasest suurem ülejääk oleks olnud tarvilik ka makrotasakaalu saavutamiseks, ei olnud kuni 10%ni ulatuva eelarve ülejäägi saavutamiseks valmisolekut ei realselt ega ka idee tasandil. Piisab, kui meenutada, et ka näiteks IMFi korralistes hinnangutes Eesti majandusolukorrale eeldati kasvu edasist aeglustumist ja inflatsiooni püsimist vahemikus 3–4% (*IMF 2006*). **Tuleb märkida, et erinevate globaalsete tegurite koondmõju alahinnati peale Eesti ka mujal ja see viis kokkuvõttes suure finantskriisini.** Kuivõrd hinnakriteeriumi mõjutavad protsessid võtavad aega, oleks soovitud tulemuse saavutamiseks 2005.–2006. aastal pidanud vajalikke samme astuma juba 2003.–2004. aastal ehk Euroopa Liiduga ühinemise ajajärgus. Mõnevõrra liialdades võib öelda, et eurole üleminekuks oleks pidanud loobuma Euroopa Liiduga ühinemisest.

**Teiseks** ei ole sugugi selge, kas valuutakomiteest loobumine ja krooni revalveerimine oleks olnud strateegiliselt mõttekas isegi euro varasema kasutuselevõtu vaatepunktist. Selle vastu rääkisid kolm strateegilist kaalutlust.

*Kõigepealt, Eestil puudus ujuva vahetuskursi kogemus, mistõttu valuutakomitee süsteemist loobumise riskid oleksid olnud suured. Selline ootamatu samm oleks tekitanud ettearvamatuid kulusid majanduses osalejatele, kes olid teinud investeringuid valuutakomitee tugineva rahapoliitikaga arvestades. Teiseks polnud vähegi pikemas vaates loogiline loobuda fikseeritud vahetuskursist, millega majandus oli harjunud ja mis oli eduka ühisraha kasutuselevõtu eeltingimuseks, üksnes selleks, et hiljem vahetuskursi uuesti fikseerida. Ja lõpetuseks, kõigele lisaks ei olnud selge, kuidas oleksid lähenemisaruande koostajad ja teised otsuse tegemises osalejad sellist sammu hinnanud. On täiesti võimalik, et pärast nii radikaalse sammu astumist oleks eeldatud uue*

valuutakursirežiimi<sup>101</sup> pikemaajalist püsimit, enne kui lähenemisaruandes oleks saanud anda vahetuskursikriteeriumi jätkusuutlikule täitmisele positiivse hinnangu. Seetõttu arvati, et krooni revalveerimisest ei ole kiire liitumise jaoks otsest abi, eriti juhul, kui kriteeriumi täitmine oleks olnud napp. Kõige halvem valik oleks aga olnud vana usaldusväärse süsteemi hävitamine, ilma et sellest mingit kasu oleks tõusnud.

**Teistel riikidel on kahesuguseid kogemusi.** Eesti omaga sarnaseks osutus Leedu kõrvalejäämine euro kasutuselevõtu esimesest ringist, sest ühildumiskriteeriumide täitmisest jäi õige napilt puudu. Leedu juhtum pigem toetab arvamust, et valuutakomiteest loobumine euro kasutuselevõtu nimel oleks olnud põhjendamatult riskantne. Teisalt liitus Slovakkia 2009. aastal ühisrahaga suuresti just revalveerimisstrateegiat rakendades. Nii tulu- kui ka hinnataseme poolest ei erinenud Slovakkia meist 2004. aastal märkimisväärselt. Küll aga on selge, et oma osa selles, miks globaalne hinnasurve ja kiire nõudluse kasv ei kajastunud nii oluliselt Slovakkia 2007.–2008. aasta inflatsiooninäitajas, on Slovakkia krooni revalveerimisel (2007. aastal 8,5% ja eurole ülemineku kursi kehtestamisel 2008. aastal veel 15%). Kuigi teatud erinevused, muu hulgas ka varasem rahapoliitiline raamistik, muudavad otseste paralleelide tõmbamise Eesti ja Slovakkia vahele vähem mõttekaks, on siiski põhimõtteliselt võimalik, et alternatiivne strateegia oli olemas.

#### **13.2.4. Mis kaasnes 2007. aastal euroalalt väljajäämisega?**

Siin tuleb vaatluse alla küsimus, kas üldse, ja kui jah, siis kui suurt kahju kandis Eesti majandus seetõttu, et ei kuulunud euroalaga esimeses laines liituvate uute Euroopa Liidu liikmesriikide hulka.

Kuivõrd valuutakomitee püsis Eesti rahasüsteemi alustoena, siis Eesti esimestel euroliidu-aastatel ei tulenenud krooni edasisest kasutamisest majandusele mingit olulist tulu või kulu. Nii intressimäärad kui ka vahetuskurs järgisid suhteliselt täpselt euro intressimäärade ja vahetuskursi muutusi. Välistest teguritest mõjutatud energia ja toiduainete hinnakasv 2008. aastal oleks olnud samasugune ka euro kasutuselevõtu korral, stabiilsemat hinnataset ei oleks ei siis

---

101 Seejuures pole selge, millisele režiimile täpselt oleks üle mindud. Valuutakomiteest väljumise loomulikuks teeks loetakse sageli libiseva vahetuskursi (*crawling peg*) režiimi (vt nt *Baliño ja Enoch 1996*), EKP aga niisugust lahendust ERM2 lepingu raames ei aktsepteerinud. Väljumine valuutakomiteest valuutakomiteesse (valuutakomitee püsib, aga kurssi ankurvaluta suhtes on muudetud) oleks olnud täiesti absurdne, sest valuutakomitee tähendab eelkõige ustavust püsivale vahetuskursile; pigem oleks tegu olnud tavalise fikseeritud kursiga.

ega ka hilisematel aastatel saavutatud. Pigem võib eeldada, et eurole üleminek oleks veelgi võimendanud 2006.–2007. aasta nõudlus- ja kinnisvarabuumi ja see oleks tähendanud veelgi suuremat sisemaist inflatsiooni. Plusse ja miinuseid kaaludes oleks euro kasutuselevõtu sel ajal pidanud kandma pigem miinuspoolele.

Kui võtta mõõdupuuks euro kasutuselevõtuga kaasnev riskimarginaali vähenemine ja sellest tulenev madalam kapitali hind, mida enne ülemaailmset finantskriisi peeti tihti peamiseks rahaliiduga ühinemist toetavaks argumentiks, ei ole 2006.–2007. aastale tagasi vaadates varasemal või hilisemal eurole üleminekul erilist praktilist vahet. Laenuintressimäärad püsisid Eestis euroala intressimääradega ligikaudu samal tasemel, seega ei oleks varasem ühinemine euroalaga kaasa toonud olulist intressimuutust. Üsna sarnane oli olukord ka viimasel kriisijärgsel, eurole üleminekule eelnenud aastal.

Seega on põhiküsimus selles, kas ja kui palju oleks Eesti majandus võinud maksta madalamaid intresse kriisiaastatel 2008–2009, kas kapitalivood oleksid võinud liikuda teisiti ning kas see oleks finantskeskkonna stabiilset toimimist vähem häirinud.

Väidet, et Eesti oleks 2007. aastal euroalaga liitudes võinud vältida ülehinnatud kinnisvarahindadele ja liigkiirele laenuandmisele tuginenud sisenõudluse järsku korrektsiooni, võib pidada põhjendatuks vaid esimeste kriisiaastate puhul. Kui vaadata teiste uute euroala riikide kogemust, siis tundub tõenäoline, et laenu- ja ehitusbuum ning suur jooksevkonto puudujääk oleksid tõepoolest võinud kesta kauem kui see Eestis tegelikult oli. See tulenes eelkõige paanikas **gobaalsetel turgudel veel 2009. aastal püsinud ekslikust arusaamast, et rahaliit kaitseb tasakaalustamatu majandusega riike mingil erilisel viisil finants- turgude ebastabiilsuse eest.**

Siinkohal tuleb arvestada, et kiirem lühiajaline kasv ei ole ühiskonnale majanduspoliitiliselt kasulik juhul, kui see sisaldab mullistusi ja ressursside väärpaigutusi. Kuivõrd suhteliste hindade kohandumine ja ressursside ümberpaiknemine oleksid igal juhul pidanud toimuma, võinuks kohandumise edasilükkumist näiteks 2009.–2010. aastasse pidada ka probleemiks. Pikem buum oleks tähendanud veel suuremaid väärastusi majanduses ning kohandumine oleks võinud olla veel ulatuslikum ja halvemate tagajärgedega. Siin on kohane võrdlus Eestiga sarnaselt madalama riigivõlga riikide, nagu Iirimaa või Hispaania, hilisema kogemusega, või ka mõne uue liikmesriigiga, nagu Küpros ja Sloveenia.

Ühelgi juhul poleks eurole üleminek ära hoidnud Eesti ekspordi sihtturgude kokkuvarisemist 2008. aasta sügisel. Seda, et tegemist oli laiema nähtusega, tõestab Soome ja Rootsi ekspordi samaaegne kahanemine umbes samas ulatuses. Kohandumisvajadusest kui sellisest tekkinud toodangu vähenemist ja kasvanud tööpuudust ei saa pidada euro kasutuselevõtu edasilükkumisega seotud kuluks.

Samuti pole selge, kas ainuüksi euroala liikme staatusest oleks piisanud selleks, et otsustavalt muuta kapitalivoogusid Eesti ja muu maailma vahel. Rootsi pankade käitumist Baltikumis mõjutas siiski ka nende endi üldine kapitali- ja likviidsuspositsioon, piirkondlikud riskid tulenesid pigem teistes Balti riikides asuvate tütaretevõtete olukorrast. Kuigi euro kasutuselevõtt Eestis oleks euroala liikmelisuse esimestel aastatel lisanud pangandustegevuse rahastamise stabiilsust, oleks sellel olnud väike mõju Skandinaavia pangagruppide likviidsuspositsioonile, sest nende riskid olid seotud rohkem muude grupi osadega. Seega, kui Eesti olekski ühinenud ainsana kolmest Balti riigist 2007. aastal rahaliiduga, oleks see pakkunud finantskriisi vastu vaid piiratud kaitset. Kui siinkohal meenutada veel kord tõsiasja, et kinnisvaraturu mullistuste ja ehitusbuumi järgset kohandumist ei oleks eurole üleminek vältinud, siis ei saa välistada sedagi, et Eestist oleks võinud saada hoopis euroala esimene kriisiriik.

Kokkuvõttes tuleb öelda, et mõistmaks, milline mõju oli Eesti majandusele sellel, et 2007. aastal eurole üle minna ei saadud, tuleb vaadata tervikpilti. Arvamus, nagu oleks ühisraha kasutuselevõtt võimaldanud vältida 2008.–2009. aasta majanduslangust ning sellele järgnenud kohandumist, on ühekülgne ja põhjendamatu. Tõsi, samavõrra on vale unustada, et olukorra kiirel stabiliseerumisel oli omakorda otsene seos ühisraha kasutuselevõtu ettevalmistuste kiirenemisega 2009.–2010. aasta jooksul.

### **13.2.5. Euroalaga liitumine ülemaailmse kriisi aegses varjusurmas**

Pärast 2006. aasta lähenemisaruaande negatiivset hinnangut Eesti valmisolekule euroga liitumiseks nihkus euro kasutuselevõtt paramatult nii rahastabiilsuse kui ka finantsstabiilsuse rindel tagaplaanile. Eesti Panga peaülesandeks sai valuutakomitee usaldusväärse toimimise tagamine ja laenubuumi ohjeldamine. Kiire kinnisvarahindade kasv pidurdus küll juba 2007. aasta alguses, kuid tugeva sisenõudluse ja varem kiiresti vähenenud tööpuuduse inerts väljendus veel kogu aasta jooksul kõrgena püsinud tarbimises ja palgakasvus. Jooksevkonto puudujääk ulatus koguni ligi 17%ni SKPst. Peamiselt erasektori eestveetud palgakasvule lisas hilinemisega oma osa ka avalik sektor,



mis ei olnud tollast tööturu olukorda silmas pidades üllatav. Kuigi osa palgakasvust oli normaalse konvergentsi tulemus, ületas kahel aastal 15–20% vahemikku jäänud tõus siiski oluliselt majanduse tootlikkuse kasvu ning süvendas omalt poolt majandusarengu ebakõlasid.

**2008. aasta esimesel poolaastal ilmnis juba selgeid majanduse jahtumise märke.** Peamiselt finantssektori hea kasumlikkuse tõttu püsis jooksevkonto veel võrdlemisi suures puudujäägis, kuid sisenõudlus hakkas vähenema ja kaupade ning teenuste välistasakaal paranema. Kuivõrd ülemaailmses kaubanduses ei olnud olulisi tagasilööke veel nähtud, toetas välistasakaalu paranemist ka ekspordi kasv, mis sai järk-järgult tuge sisenõudluse ja palgakasvu tagasitõmbumisest. Kuigi majanduse konkurentsivõime suhtes oli laialdasi kahtlusi, saavutas Eesti eksport veel vahetult enne maailmakaubanduse kokkukukkumist oma tollase ajaloolise kõrgtaseme. Seetõttu toimus majanduse tasakaalustumine 2008. aasta esimese poole jooksul suhteliselt rahulikus võtmes – seda vaatamata aastaarvestuses juba alanevale reaalsele SKP-le.

**Olukorra tegi märkimisväärselt raskemaks 2008. aastal tippu jõudnud energia, toidu- ja muu toorme hinnatase maailmaturul.** Selle mõjul kasvasid hinnad ka euroalal ebatavaliselt kiiresti, ent toidu- ja energiahindade tõusul oli Eesti-sugustele riikidele erakordselt suur mõju. Esiteks on madalama tulutasemega riikides nende hindade osakaal tarbimiskorvis suhteliselt suurem. Teiseks mõjutab madalama hinnataseme puhul maailmaturu hindade kõikumine lõpptarbijani jõudvaid hindu suhteliselt rohkem, sest kodumaiste sisendite osakaal sisetarbimises on mõnevõrra väikesem. Nii on näiteks bensiinihind enam seotud naftahinna kõikumisega maailmas seal, kus aktsiis on väikesem. Kuigi 2008. aasta jooksul mõjutasid hinnatõusu märgatavalt ka kodumaised tegurid, viis Eesti inflatsiooni keskmiselt 10%ni just globaalsete hindade mõju kuhjumine. Väga kiire hinnakasv oli ka teistes Balti riikides. Mitmes Kesk- ja Ida-Euroopa riigis pärssis sisemaist inflatsiooni vahetuskursi järsk tugevnevmine, mis piiras impordihindade tõusu koduvaluutas. Ebatavaliselt kiiresti – üle 4% – kasvas inflatsioonitempo ka euroalal.

**On loomulik, et nii suur inflatsioon nõrgestas rahasüsteemi usaldusväärset avalikkuse silmis.** Täiendavat negatiivset mõju avaldas ka inflatsiooni ülemaailmne iseloom, sest sellises keskkonnas vähenes nii usaldus kodumaise rahasüsteemi pakutava stabiilsuse vastu kui ka nn stabiilsuse importimise argumenti usutavus.

**Sügisel 2008 muutus Eesti majanduse väliskeskkond järsult. Juba aastajagu kestnud maailma finantskriisi süvenes kiiresti pärast Ameerika investee-**

mispanga Lehman Brothers pankrotti 15. septembril. Üldises paanikahoos sattusid loomulikult surve alla ka nn arenevad turud ning nendega rohkem seotud finantsasutused. Kui sinnamaani oli laenuboomiaegsetest mullistustest vabanemist võinud pidada võrdlemisi kontrollituks, siis uues olukorras sattusid löögi alla ka Rootsi pankade endi rahastamiskanalid ning Eesti jaoks sai paratamatuseks oodatust hoopis järsema kohandumise stsenaarium.

Oluline mõju Eestile oli ka Läti majanduse järsu tasakaalustumisega seotud pingetel, mis süvenesid kiiresti Parex banka makseraskuste ilmnemisel. Nende jaoks, kes kahtlesid Eesti valuutakomitee stabiilsuses, oli järgmise aasta jooksul keskne küsimus Läti lati võimalik devalveerimine ja selle mõju naabritele.

Väikeste ja ekspordile suunatud majanduste jaoks pingestas olukorda ka see, et maailmakaubandus oli sama hästi kui kokku kukkunud. Oma majanduse struktuuri tõttu kannatasid kõige enam Põhjamaad. Soome ja Rootsi eksport kahanes mõne kvartaliga rohkem kui 30%. Sealne majanduslangus oli Euroopa võrdluses üks aegade suurimaid ning see avaldas mõju kasvutempole kogu Põhjamaade ja Baltimaade piirkonnas.

### 13.2.6. Kriisi kannapöörded ja kriteeriumide täitmine

Eestis oli euro kasutuselevõtu seisukohast oluline finantsturgude paanika kõrvalmõju toormeturgudele. Kuue kuu jooksul (vahemikus juuli 2008 – jaanuar 2009) langes naftahind 140 dollarilt 42 dollarile (Brent). Toiduhind langes ÜRO Toidu- ja Põllumajandusorganisatsiooni (FAO) toiduainete hinnaindeksi kohaselt 2009. aastal võrreldes 2008. aastaga umbes 20%. Kui sinnamaani olid maailmaturu hinnamuutused avaldanud Eesti eurole ülemineku võimalustele ülimalt negatiivset mõju, siis nüüd muutusid väljavaated inflatsioonikriteeriumi täitmiseks lähima paari aasta jooksul täielikult.

Kuigi pragmaatilisest seisukohast oli 2008. aasta sügisel ja ka 2009. aastal kõige pakilisem probleem finantskriisi mõjudega võitlemine ja valuutakomitee usaldusväarsuse tagamine, **saadi hinnatrendide muutumise võimalikust strateegilisest tähtsusest euro kasutuselevõtule Eestis ruttu aru**. Ehkki Euroopa Liidus muutunud olukorrale erilist tähelepanu ei pööratud, sest Eesti ühinemine euroalaga oli tollal peaaegu kõigile kõige väikesem probleem, tegid Eesti keskpank ja valitsus varakult otsuse, et muutunud välistingimuste toel tekkinud unikaalset võimalust ei tohi jätta kasutamata (*Rahandusministeeriumi pressiteade, 17.02.2009*).

**Maastrichti kriteeriumide täitmise vaatepunktist tähendasid muutunud olud ka prioriteetide muutmist. Kui inflatsiooni ei nähtud paari aasta ettevaates enam probleemiallikana, sattusid nüüd löögi alla teised näitajad.**

**Kõige otsesemalt mõjutas muutunud olukord riigieelarvet.** Majanduse halvenenud kasvuväljavaated olid juba 2008. aastal halvendanud ka Maastrichti kriteeriumile vastava eelarvepositsiooni hoidmise võimalusi. Samas prognoositi enne suuremat ülemaailmse kaubanduse kokkuvarisemist siiski vaid mõõdukat majanduslangust ning ei välistatud eelarvepuudujäägi püsimist 3% piirmäära sees. Veel 2008. aasta sügisel eeldati 2009. aastaks suhteliselt väikest langust ning majanduskasvu tagasihoidlikku taastumist juba 2010. aasta jooksul. Arvati, et eelarvepositsiooni halvenemine piirdub varasema paariprotsendilise ülejäägi asendumisega 2–3% puudujäägiga (*Euroopa Komisjon 2008*).

Ülemaailmne finants- ja kaubanduskriis süvenes ja 2008. aasta sügisel muutus olukord järsult ka selles valdkonnas. Juba enne Lehman Brothersi pankrotti alanud Eesti 2009. aasta riigieelarve ettevalmistamisel tekkis raskusi muutunud olukorra täieliku arvestamisega, sest edasise majandusarengu suhtes valitses suur ebaselgus. Juba aasta lõpuks oli ilmne, et ettevalmistatud eelarve on koostatud lootusetult valedele eeldustel. 2009. aasta alguseks oli igal juhul selge, et ilma suuremate muudatusteta ei täida Eesti eelarvepuudujäägi kriteeriumi ei 2009. ega ka 2010. aastal.

**Ei ole kindel, kui suurt osa mängis järgnenud eelarvelistes kohandamis-meetmetes euro kasutuselevõtt.** Ühest küljest pakkus 3% puudujäägipiirangu täitmine tugevat pidepunkti poliitilises protsessis ning lisas euro kasutuselevõtu võimaldamise põhjendusel eelarvemuudatustele majanduspoliitilist motivatsiooni. Nagu hilisem usalduse kiire taastumine ka osaliselt tõestas, aitas eurole üleminekuks vajalike kriteeriumide täitmise rõhutamise stabiliseerida ka majandust. Ka rahvusvaheline üldsus toetas euroga liitumiseks vajalikku eelarve kohandamist (*IMFi public information notice, 09.33.2009* ).

Teisalt ei olnud euro kasutuselevõtt siiski mitte ainus ja võib-olla ka mitte peamine põhjus, miks hakati eelarve tasakaalustamise nimel kiiresti tegutsema. Olulist rolli mängis ka Aasia-Vene kriisi järel saadud kogemus, et võrdlemisi kiirel kohandamisel on majanduslikult ja poliitiliselt soodne mõju. Kui sai üha selgemaks, et 2005.–2007. aasta buum tugines ebareaalsetele tuluootustele ja arengueeldustele, tekkis tänu ebakindlusele uue välisõudluse šoki sügavuse

ja kestuse suhtes olukord, mis oli varasemast soodsam põhjalikumate eelarvetuste tegemiseks. Veel mõni kuu varem oleksid need osutunud võimatuks.

**Seetõttu võib öelda, et kuigi euro kasutuselevõtt oli üks põhjusi eelarveliste sammude astumiseks, mängisid samavõrra olulist rolli ka põhimõttelised muutused mõne lähiaasta kasvuväljavaadetes.** Samuti anti pragmaatiline hinnang üha kasvava eelarvepuudujäägi rahastamise kallidusele või isegi võimatusele leida selleks vahendeid püsivalt tugeva surve all olnud finantsturgudelt. Oluline lisaargument ettevaatusabinõude rakendamise poolt oli väga suur ebakindlus kogu piirkonna rahandusliku stabiilsuse püsimise suhtes, eriti naaberriigi Läti rahvusvahelise abiprogrammi keerulisemas faasis.

2009. aasta kevadel ei olnud siiski vähimalgi määral selge, kas astunud sammudest piisab eelarvekriteeriumi täitmiseks. Maailma majandusolukord ei olnud veel oluliselt paranema hakanud ning esialgu halvenesid üha ka Eesti majandusprognosid<sup>102</sup>.

Kuigi hiljem osutus 2009. aasta eelarvepuudujäägi kriteerium varuga täide- tuks, oli see osaliselt nendesamade sammude tulemus, millega toetati majanduse taastumist, muu hulgas ka euro kasutuselevõtu ootuse tugevdamise kaudu. Juba sellesama aasta jooksul muutusid välishindajate prognoosid Eesti eelarvekriteeriumi täitmise võime kohta pigem halvemaks. Väga oluline oli näiteks Euroopa Komisjoni sügise prognoosi käigus antud hinnang. Seetõttu tuli veel 2009. aasta suvel möödapääsmatult astuda lisasamme euro kasutuselevõtu kindlustamiseks.

---

102 Seetõttu oli üsna vältimatu, et eelarvekriteeriumi täitmise kindlustamiseks astuti 2009. aasta jooksul veel lisasamme nii tulude suurendamise kui ka täiendavate kulukärbete näol. Neist meetmetest oli kõige vastuolulisem käibemaksumäära tõstmine 2% võrra 2009. aasta suvel. Kaudsete maksude kasutamine eelarve konsolideerimiseks oli kooskõlas eelarvestrateegia varasemate põhilähtekohtadega ja seega ka varem avalikustatud pikaajaliste maksupoliitiliste eesmärkidega. Pealegi oli selline samm üsna tavaline ka teiste riikide kohandamisprogrammides. Samas kritiseeriti käibemaksu suurendamist teravalt. Kritiseerijate hulgas olid nii Eesti Maksumaksjate Liit kui ka ettevõtlusorganisatsioonid. Kuigi kriitika otsuse ülikiiire elluviimise kohta on mõistetav, on üsna ebaselge, millised samas suurusjärgus alternatiivsed eelarve kohandamise meetmed oleksid majandust vähem häirinud. Üsna sisutu oli ka toleaeegse kriitika sidumine 2008. aasta eelarvesammude ebapiisavusega. Kuigi etteheited olid mitmes mõttes põhjendatud, puudutasid need ikkagi varasemat kohandamisfaasi ning 2009. aasta suvise olukorra hindamisel ei saa neile omistada olulist tähendust. Seega avaldus toonases kriitikas ka parasjagu ebajärjekindlust – ühest küljest oodati euro kasutuselevõttu ja teisest küljest kritiseeriti selleks vajalike meetmete võtmist.

**Lisaks eelarvepuudujäägiga seotud probleemidele tekkis uues olukorras küsimusi ka intressikriteeriumi täitmise suhtes.** Eesti eripära seisnes asjaolus, et siin riigivõlg praktiliselt puudus ning turul noteeritud võlakirju ei olnud sellel ajal enam üldse ringluses. See aga tekitas tehnilisi raskusi intressikriteeriumi rakendamisega, sest tavapäraselt oli seda hinnatud just riigivõlakirjade intresside põhjal.

Probleem ei olnud loomulikult uus, sest oli kerkinud juba 2006. aasta hindamise ajal. Toonastes madalate intressimäärade ja rahuliku ülemaailmse finantskeskkonna tingimustes oli aga olnud võimalik anda positiivset hinnangut suhteliselt lihtsalt ka kaudsete näitajate põhjal (vt nt *Euroopa Komisjoni ja Euroopa Keskpannga lähenemisaruanDED 2006*).

**Ülemaailmse finantskriisi keskkonnas ei olnud kaudsete hindamismeetodite kasutamine aga enam nii iseenesestmõistetav.** Kuigi Eesti riigi võlapositsioon oli püsinud praktiliselt muutumatuna, puudus nüüd selgus võimalike võrdlusintresside suhtes, sest lisaks otsese võrdlusbaasi puudumisele iseloomustas 2010. aasta lähenemisaruanDE koostamisele eelnenud perioodi intressimäärade suur kõikumine. Küsimus jäi lahtiseks praktiliselt kuni hindamisaruande valmimiseni. Hindamisel tugineti lõpuks vägagi laiale analüütilisele raamistikule, kaasates nii erinevaid intressimäär näitajaid kui ka majanduse ja eelarvepositsiooni fundamentaalnäitajaid (vt nt *EKP 2010*). LähenemisaruanDE järeldus oli, et Eesti täidab euroalaga liitumisele seatud nõudeid (*Euroopa Komisjon 2010*).

**Mõningase üllatusena ei läinud päris sujuvalt ka vahetuskursikriteeriumi täitmine.** Eesti valuutakomitee kontekstis tundus see küll paljudele vaatlejatele kummalisena, kuid arvestades vahetuskursi kriteeriumi ilma tõsiste pingeteta täitmise klauslit, ei olnud see siiski kuidagi ebakohane. Arvnäitajate põhjal ei tuvastatud probleeme kriteeriumi täimisega, sest oli ju kursus püsinud fikseerituna. Hindajatel tekkis aga küsimusi seoses 2009. aasta algupoolel Eesti Panga ja Rootsi keskpanga vahel sõlmitud ennetava kokkuleppega finantsstabiilsuse tagamiseks (*Eesti Pank 2009*; vt ka *käesoleva raamatu ptk 11*). Kuigi kokkulepe oli vaid üks element finantsstabiilsuse tagamisel ja otseselt justkui vahetuskursi stabiilsust ei puudutanud, tekkis küsimus, kas Eesti krooni stabiilsus oli ikka tagatud iseseisvalt või oli selles oluline roll ka välisel finantsabil.

**Olukord oli absurdne muu hulgas ka seetõttu, et kokkulepet Rootsi keskpangaga võis pidada vägagi konstruktiivseks uuenduseks integreerunud pangandussüsteemiga riikide finantsstabiilsuse tagamisel – ja seda mitte ainuüksi**

kriisiolukorras. Nüüd tekkis aga reaalne võimalus, et stabiilsuse toetamiseks sõlmitud leping kipub iseenda eesmärgile vastu töötama. Muutudes takistuseks euro kasutuselevõtule, võis see – vastupidi soovitud – hoopis finantsstabiilsust nõrgendada. Milline oli selle lepingu tegelik mõju Eesti rahalisele stabiilsusele, on omaaegse keerulise finantsturuolukorra tõttu muidugi võimatu hinnata. Pigem oli selle ennetava kokkuleppe roll sümboolne ja vajalik finantsstabiilsusalase koostöö tihendamiseks. Kuid vältimaks võimalikke vastuolusid eurokõlblikkuse hindamise protsessis, lasti lepingul 2009. aasta lõpus vaikselt aeguda.

### **13.2.7. Tee eurole ülemineku otsuseni**

Suvel 2009 tehtud eelarvepoliitilised otsused, märgid majandusolukorra stabiliseerumisest ja kasvanud usaldus Eesti majanduse vastu finantsturgudel andsid selge toe rahaliiduga ühinemise ettevalmistuste alustamiseks. **Esimene võimalus positiivse liitumisvalmidushinnangu saamiseks oli 2010. aasta kevadise korralise lähenemisaruaude raames.**

Kuigi ka veel 2009. aasta sügisel ei pidanud ükski hindamisel osaleja avaldama seisukohti Eesti võimaliku ühinemise kohta euroalaga, oli asjaga kursis olevatele inimestele selge, et Eesti eurole ülemineku tõenäosus kasvas iga kuuga. Kui eelarvekriteeriumi täitmise suhtes oli eriti välisvaatlejate hulgas 2009. aasta jooksul sügavat skeptitsismi, siis inflatsioonikriteeriumi arväärtusele vastamise osas saabus suhteliselt suur kindlus juba varem. Tõsi, arutelu selle üle, kas kriteeriume täidetakse ka jätkusuutlikult, jäi kestma kuni 2010. aasta kevadeni.

Hindamisele positiivse tausta loomiseks nii liikmesriikide seas kui ka Euroopa institutsioonides koostasid nii valitsus kui ka keskpank kindla teavituspilani. Selle kavandamisel pidi arvestama tõsiasjaga, et ülemaailmne finantskriis ja selle tagajärjel süvenenud probleemid Euroopa panganduses olid euroala laienemise nihutanud ELi üldises prioriteetide nimistus tagaplaanile, kuigi paradoksaalselt võis sellest euroalale ka kasu olla. Oletati isegi, et rahaliidu jätkuva laienemise näitena andnuks Eesti liitumine laiemalt positiivse signaali euroalale tervikuna ning loonuks sellega kaudselt ka soodsama meelsuse euroala kui terviku väljavaadete suhtes. Samas tähendas muude prioriteetide esiplaanile kerkimine loomulikult seda, et suuresti 2009.–2010. aasta vahetusele kavandatud teavitustöö oli ka mõnele teavitatavale veidi ootamatu ning teemat tuli tutvustada päris algtasandil.

Ametlikult ei saanud eurole üleminekuga seotud tehnilisi küsimusi käsitleda enne lähenemisaruannet ja sellele järgnevat euroala rahandusministrite positiivset otsust. Samas oli selge, et praktiliste ettevalmistustega alustamine ei saanud nii kaua viibida. Euroopa suunal oli käivitunud koostöö Euroopa Keskpanga ja Euroopa Komisjoniga. Sisuliselt toimus euro kasutuselevõtu praktiline ettevalmistamine juba mitu kuud enne asjaomaste otsuste vastuvõtmist.

Eesti rahaliiduga ühinemise valmidust hindavad lähenemisaruanded avaldati 12. mail 2010, kusjuures Euroopa Komisjoni aruanne sisaldas ka ettepanekut Euroopa Liidu rahandusministritele kutsuda Eesti euroala liikmeks. Järgnenud otsustusprotseduurid edenesid suuremate vastuoludeta. Teiste riikide eurokõlblikkuse hindamisel peamiseks huvipakkuvaks küsimuseks olnud liitumise vahetuskursi teema ei tekitanud Eesti valuutakomitee tausta tõttu samuti mingeid suuremaid kahtlusi. Alates 1992. aastast kehtinud ning 1999. aastast euroga seotud vahetuskurss kinnitati ka üleminekukursiks, mis omamoodi andis tunnistust valuutakomitee süsteemi heast toimimisest Eesti majanduse rahandusliku ankruna.

### **13.2.8. Euroopa võlakriis ja rahaliiduga ühinemine**

Otsus kiita heaks Eesti ühinemine rahaliiduga tehti ajal, kui ülemaailmne finantskriis oli teisenemas euroala riikide võlakriisiks. Süvenev võlakriis Kreekas ei jõudnud veel mängida olulist rolli Eesti eurole üleminekuga seotud otsuste juures. Küll aga muutis see tunduvalt keskkonda, milles euro kasutuselevõtt Eestis toimus. Kui varem oli Eestis laienemist käsitletud ennekõike kodumaisest vaatepunktist, siis nüüd muutus peamiseks hoopis küsimus, kas rahaliidu siseprobleemid on ajutised või mitte ja milliseid järelmeid süvenev kriis rahaliidu liikmetele, sealhulgas ka Eestile, kaasa toob.

Võlakriisil oli kaks osaliselt vastandlikku mõju Eestit rahaliidus ees ootavale keskkonnale.

Ühest küljest juhtis kriis tähelepanu varem tähelepanu alt välja jäänud majanduspoliitilistele riskidele. Hiljem kajastus see kogu euroalal küsimustes kriisiabifondide (nt EFSF ja ESM) kohta, aga ka majanduspoliitika ulatuslikuma kooskõlastamisega kaasneva võivate rahaliste siirete kohta mitmetele alles kavandatavatele institutsioonidele. Sellised küsimused jäid varem täiesti tähelepanu alt välja. Eesti jääb oma praeguse tulutaseme juures lähiaastatel

Euroopa Liidus aga ikkagi netosaajaks, seda üsna sõltumatult institutsionaalsetest arengutest euroalal.

**Teisalt oli võlakriisil paradoksaalsel moel ka rahaliiduga seotud majanduspoliitilisi riske vähendav mõju.** Nimelt oli üks peamisi murekohti rahaliiduga ühinemisel olnud selle võimalik mõju riigisisesele finantsdistsipliinile. Ei olnud saladus, et 2000ndate alguses valitsenud euroala riikide liigne enesekindlus oma maksevõime suhtes, mis väljendus ka üliväikestes riskihinnangutes, oli olulisel määral halvendanud nii eelarvelist kui ka panganduslikku riskiteadlikkust. Tagajärjeks oli mitme riigi eelarvepositsiooni selge lõdvenemine rahaliiduga ühinemise järel. Nii mõnegi hinnangu kohaselt oligi rahaliidu liikmelisuse kõige suurem oht Eesti majandusele kiire loobumine senisest konservatiivsest eelarvejoonest, sest enam ei kardeta omavääringu kursi stabiilsuse tagamist toetava tõsise eelarvepiirangu (*hard budget constraint*) olemasolu ning eeldatakse võlarahastamise hinna püsivat odavnemist.

Võlakriisi mõjul sattus Eesti rahaliidu liikmeks saades võlakriisieelse euroalaga võrreldes hoopis teistsugusesse keskkonda. Juba 2010. aastal sai ilmseks, et finantsdistsipliin on tarvilik ka ühisraha kasutades ning seda rikkunutel muutus eelarvekulude rahastamine kriisi süvenedes samm-sammult raskemaks. Seega kadus aasta jooksul ka hirm ühisraha kasutuselevõtu demoraliseerivast mõjust Eesti majandusele. Omal moel muutis võlakriis rahaliiduga ühinemise Eesti jaoks kergemaks, sest senise valuutakomitee ja tasakaalustatud eelarvele tuginenud konservatiivse joone kadumise kartus vähenes ning ühisraha kasutuselevõtt muutus ka majanduse jaoks suhteliselt väikesemaks režiimimuutuseks. **Mõneti toetas varasem valuutakomitee kogemus veel nüüdki Eesti kohandumist rahaliidus ning selle rahasüsteemi tähendus oli arvatust suurem ka juba uuele vääringule üle minnes.**



## ***Kirjandus***

- Baliño, M., Enoch, C. (1996). Experiences with Currency Board Arrangements. IMF, SM/96/302, Supplement 1.
- Ecofin (7.11.2000). 2301st Council meeting ECOFIN Brussels, 7 November 2000. [http://europa.eu/rapid/press-release\\_PRES-00-417\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_PRES-00-417_en.htm)
- Eesti Panga aastaaruanne (2003). Tallinn.
- Eesti Pank (2004). Eesti Panga majanduspoliitiline kvartalikommentaar ja prognoos 2004 - 2006.
- Eesti Panga majandusprognoos 2006-2008 (2006).
- Eesti Panga pressiteade (16.01.2004). Euro kasutuselevõtuks peab Eesti valmis olema 2006. aasta keskel. <http://www.eestipank.ee/press/euro-kasutuselevotuks-peab-eesti-valmis-olema-2006-aasta-keskel-16012004>
- Eesti Panga pressiteade (21.03.2006). Eurole üleminek nõuab stabiilse majanduspoliitika jätku. <http://www.eestipank.ee/press/eurole-uleminek-nouab-stabiilse-majanduspoliitika-jatku-21032006>
- Eesti Panga pressiteade (27.02.2009). Eesti Pank sõlmis Rootsi keskpangaga ennetava kokkuleppe. <http://www.eestipank.ee/press/eesti-pank-solmis-rootsi-keskpangaga-ennetava-kokkuleppe-27022009>
- EKP (2006). Lähenemisaruanne.
- EKP (2010). Lähenemisaruanne.
- Euro kasutuselevõtu aruanne (2007). Eesti Pank. <http://www.eestipank.ee/publikatsioonid/arhiiv/euro-kasutuselevotu-aruanne>
- Eurobarometer 2004-1. Avalik arvamus kandidaatriikides. Rahvuslik aruanne: Eesti. [http://ec.europa.eu/public\\_opinion/archives/eb/eb61/nat\\_ee.pdf](http://ec.europa.eu/public_opinion/archives/eb/eb61/nat_ee.pdf)
- Euroopa Komisjon (2006). Convergence Report. European Economy, 1.
- Euroopa Komisjon (2008). Convergence Report. European Economy, 3.
- Euroopa Komisjon (2010). Convergence Report. European Economy, 3.
- IMF (2006). Republic of Estonia: 2006 Article IV Consultation. IMF Staff Report.
- IMF (2009). IMF Executive Board Concludes 2008 Article IV Consultation with the Republic of Estonia. Public Information Notice (PIN), 09/33. <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2009/pn0933.htm> Back to Top
- Rahandusministeeriumi pressiteade (06.02.2009). Valitsuskabinet kiitis põhimõtteliselt heaks 8 miljardi krooni suuruse lisaeelarve.
- Rahandusministeeriumi pressiteade (17.02.2009). Rahandusministeeriumis kogunes euro ülevõtu asjatundjate komisjon. <http://www.fn.ee/81694/>

Rose, A. (2000). One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. University of California.

Ross, M. (2011). Majanduspoliitilisi õppetunde Eesti majanduskriisist 2008 - 2009. [https://www.riigikantselei.ee/valitsus/valitsus/et/uudised/taustamaterjalid/2011/Kriisi%20%C3%B5ppetundidest\\_M%C3%A4rten%20Ross.pdf](https://www.riigikantselei.ee/valitsus/valitsus/et/uudised/taustamaterjalid/2011/Kriisi%20%C3%B5ppetundidest_M%C3%A4rten%20Ross.pdf)

Vabariigi Valitsuse pressiteade (24.01.2000). Peaminister moodustab töögrupi eurole ülemineku võimalikkuse analüüsimiseks. <https://valitsus.ee/et/uudised/peaminister-moodustab-toogrupi-eurole-ulemineku-voimalikkuse-analuusimiseks-1457-24012000>

Vabariigi Valitsuse pressiteade (12.08.2003). Valitsus kiitis heaks liitumiseelse majandusprogrammi 2003. <https://valitsus.ee/et/uudised/kell-1017-12082003>

Vabariigi Valitsuse pressiteade (15.01.2004). Valitsus seadis eesmärgiks euro kasutuselevõtu. <https://valitsus.ee/et/uudised/valitsus-seadis-eesmargiks-euro-kasutuselevotu>

## 14. EPILOOG

*Andres Lipstok*

Pea kõigi eestimaalaste jaoks oli Eesti iseseisvuse taastamise loomulik jätk võimalikult kiire lõimumine meie vastu sõbralike ja meid toetavate riikide ühendustega – Euroopa Liidu, NATO, IMFi, Maailmapanga, OECD ja teiste organisatsioonidega. Ühelt poolt otsisime nendest jätkusuutlikkust oma iselemisele, teisalt lootsime nende abiga kiiremini luua alused Eesti majanduse ja üldise heaolu kasvu tagamiseks. Eelmise sajandi 40ndatest aastatest oli küll piisavalt palju aega möödas, kuid okupatsiooni tulemused olid kõigil mees ning värske taasiseisvus vajas kindlustamist.

Meil läks hästi. Loomulikult ei olnud see juhus. Õnneks olid eesmärgid otsustajatel selged ja neil oli ka selge rahva toetus. See torkas silma ka väljaspool Eestit ning huvi ja hiljem konkreetseid sammud tulid kiiresti. Abi, toetus ja ka välismaised otseinvesteeringud saabusid üllatavalt suures mahus. Loomulikult aitasid siin oluliselt kaasa kiire ja läbipaistev erastamine ning väga selge ja lihtne õigusraamistik.

See omakorda andis nii meie oma ettevõtetele kui ka inimestele võimaluse parandada kiiresti elujärge ja püstitada suuri sihte. Odav tootmine tagas turu ka ilma efektiivsusele mõtlemata, kindel palk vabalt konverteeritavas rahas andis võimaluse võtta laene ilma tagasimaksmise pärast pead vaevamata. Seda viimast soosisid ka pangad. Neid tekkis nagu seeni pärast vihma ja nad võitlesid oma koha eest päikese all, selleks tuli aga saada kliente. Pärast esimesi ebaõnnestumisi jätkasid enam-vähem sama tegevust ka erastamise ja liitumise teel tekkinud uued suured pangad.

Seega tundus, nagu oleksime õigel teel, ja see, mida kodus veel vaja teha ja miline on meie tegelik potentsiaal, kippus nagu meelest minema või siis ei osanud me seda õieti hinnata.

Tegelikult hoiatasid meid võimaliku ülekuumenemise eest nii meie oma majandusteadlased kui ka praktikud Tööandjate Keskliidust, Kaubandus-Tööstuskojast, Eesti Panga spetsialistid ja teised. Võimalikele ohtudele osutasid ka välismaa analüütikud Rahvusvahelisest Valuutafondist, Euroopa Keskpanngast ja ka kommertspankadest.

Kindlasti ei saa väita, et neid hoiatusi eirati. Eesti Pank suurendas näiteks normatiive: pankade kohustusliku reservi nõue tõsteti 2006. aasta septembris

13%lt 15%le, kapitali adekvaatsuse arvutamisel kasutatavat eluasemelaenu riskikaalu suurendati varasemalt 50%lt 100%le. Kirjutati artikleid, esineti mitmesugustel foorumitel jne. Seejuures ei mindud teadlikult kaasa populistlike ideedega, mis kõlasid küll uhkelt, kuid ei oleks tulemusi andnud, kuivõrd olime ja oleme ikka väike ja avatud majandus ning normatiivide ja õigusaktide mõtetu karmistamine oleks rikkunud meie maine ja jätnud kõrvalehiilimisteed ikka valla. Loomulikult lootsime, et üldine kohandumine maandab osaliselt ka Eesti majanduse ülekuumenemise riske ja siis jõuame struktuursete ümberkorraldusteni ilma suuremate krahhideta.

Paraku kääris ja kuumenes ka meie ümbruses ning kaugemalgi. Ühisturu eufooriat nautinud Euroopas kippus hindade kasv soovitud kiiremaks, valitsuste võlakooresid vähenesid visalt, paljudes piirkondades valitses laenuboom, kinnisvarahinnad tõusid lakke. USA jooksevkonto puudujääk kasvas jätkuvalt, tööturustatistika näitas tööpuuduse püsivast rekordmadala taseme lähedal kõikides suuremates majanduspiirkondades.

Lehman Brothersi krahhist alguse saanud kriis tõi üle jõu elamise kõikjal selgelt ja kiiresti nähtavale. Finantsturg külmus, majandus jäi seisma. Reageerida tuli kiiresti. Suurtel võttis see oma sisemaise õigusraamistiku jääkuse ja pika ajaloo tõttu rohkem aega, väikestele mängis kriis kätte võimaluse kiiresti tegutseda ja panna oma majandus uuesti õigetele alustele. Loomulikult oli see valus – palkade kärped ületasid kümme protsenti, tööpuudus tõusis kiiresti rekordtasemele, tekkisid probleemid laenu teenindamisel, laenu andmine sisuliselt seiskus, pangad ei usaldanud ei üksikuid kliente.

Olime sunnitud kohanema. Tänu väga karmidele otsustele jõudsimme õige kiiresti tagasi potentsiaalilähedase kasvu teele ja see omakorda andis võimaluse vaadata optimistlikumalt ka järgmise eesmärgi ehk euro kasutuselevõtmise poole. Meie oma kroon oli meid kenasti aidanud ja pidas vastu kõik need raputsed, mida kriisi tippaeg talle ette pani. Samas oli kroon ikkagi haavatav ja selle ohu kaudu oli löögi all ka kogu majandusruum, eriti usalduse taastamine pärast kriisi. Kahtlused erasektori laenu teenindamise võime suhtes tekitasid juttu devalveerimisvajadusest. Laenud olid ju võetud eurodes, aga nende tagasimaksmiseks vajalik raha teeniti kroonides. See oli paljudele analüütikutele ikka suureks mureks ja see mure muutis raha kallimaks.

Seega oli asjakohane pühenduda kõigele sellele, mis meil kodus eurole ülemineku tarvis teha tuli, ja valmistuda ka oma soovide, seisukohtade ja plaanide tutvustamiseks ning selgitamiseks.

Me olime edukalt läbinud täiendavad jälgimised. Üks neist oli ERM2 (eurole üleminekut taotlevatele riikidele kohustuslik kaheaastane osalemine vahetuskursimehhanismis) oma erinõuete ning lisaaruannetega. Sellega olime märkusteta hakkama saanud.

Kriisijärgne keskkond ning meie oma majanduse kasvule pöördumine – nüüd juba õigematel alustel – andis meile võimaluse eurokõlblikkuse hindamiseks valmis olla. Õnneks sattus meie valmisolek korralise hindamise perioodi lõppu ja seega hindamine ise ei olnud uudis ja hinnangu saamist ei olnud vaja eraldi küsima minna.

Loomulikult tekkis palju probleeme ka hindajatel endil. Kui õige on üldse kriisi ajal või siis kohe pärast kriisi hinnangut anda. Kas selle aja inflatsiooni-, riigivõla jt näitajad on jätkusuutlikud. Oli palju majandusteoreetilisi arutelusid ja majanduspoliitilisi diskussioone, mis pidid mahtuma suhteliselt lühikesse ajavahemikku. Samal ajal tuli euro kasutuselevõtmine tehniliselt ette valmistada, kohandada keskpanga organisatsiooni täiesti uue töökorraldusega ning tagada Eesti elanike teavitust käibeloleva vääringu muutusest.

Maastrichti kriteeriumide täitmise juures oli väga oluline vajalike näitajate aus ja korrektne esitamine ning täielik valmisolek anda kõikidele hindajatele selgitusi. Oli ka meil siin kodus neid, kes soovitasid midagi erilist ette võtta, et tagada positiivne pilt ka juhuks, kui mingitel põhjustel tegelikkus ei vasta kriteeriumidele, näiteks kui oleksid toimunud ootamatud hinnakorrektsioonid, mis omakorda andnuksid võimaluse kahelda meie jätkusuutlikkuses või kohanemisvõimekuses. Sellise „varu” loomine maksude vähendamise abil või muul samalaadsel moel oleks paraku olnud läbinähtav ja andnuks korvamatu löögi meie usaldusväarsusele.

Eesti valis teise tee. Nii keskpank kui valitsus tegelesid meie olukorra selgitamise ja kirjeldamisega. Seda tehti nii kahepoolsetel kohtumistel kui ka kõikvõimalikel foorumitel, kus ühinemine teemaks oli. Mingeid erakorralisi või ühekordseid meetmeid euro kasutuselevõtu kriteeriumide täitmiseks ei plaanitud ega rakendatud. Väga suur oli Eesti välisesinduste panus. Nende töö meie olukorra selgitamisel oli hästi tähtis, kuivõrd hinnangute andmisel mängisid tihti olulist rolli hindajate endi seisukohad ja need kujunesid kohtumiste ning kerkinud küsimustele antud vastuste läbiarutamise tulemusena. Seesuguste võimaluste loomine oli aga just saatkondade töö ja nad said sellega hästi hakkama.

Loomulikult oli oluline toetajate leidmine ja nende teavitamine. Hea meel on kinnitada, et Euroopa Keskpanga ega ELi liikmesriikide keskpankade seas selgeid vastaseid ei olnudki. Loomulikult tuli mõnele selgitada rohkem ja mõnele vähem, aga kui saadi aru, et kriteeriumid on täidetud ja eeldatavalt jätkusuutlikult, siis oldi pigem toetavad. See jätkusuutlikkuse lahtirääkimine, eriti inflatsioonikriteeriumi täitmise kontekstis, oli vast kõige keerulisem. Kohanev majandus, millel on minna veel pikk tee Euroopa keskmise tasemeni, eeldab ka teoorias kõrgemat inflatsiooni. Kui suur see aga tegelikult olla võiks, et jääda jätkusuutlikkuse raamidesse, millised peaksid olema riigi garantiid – need olid selgitusetapis kindlasti kõige keerulisemad teemad.

Eurole üleminekul oli väga oluline Eesti enda ettevõtete ja asutuste roll. Kõik kommertspangad, postkontorid, kauplused, transpordi- ja turvateenust osutanud struktuurid tegid oma tööd suure pühendumisega. Selle tulemusena toimus reaalne üleminek ilma ühegi intsidendita. Selle eest saime kiita ka välisvaatlejate ja -hindajate käest.

Lisaks euro kasutuselevõtu majanduslikule kasule saime oma esindajad ka Frankfurdis ja Brüsselis nende laudade taha, kus tehakse Euroopa tegelikku rahapoliitikat. Hea meel on märkida, et Euroopa Keskpanga Nõukogu, mille täieõiguslikuks liikmeks Eesti Panga president sai alates 1. jaanuarist 2011, oli väga vastutulelik, ja kõik see, mis meil kogemuste puudumise tõttu puudu oli, üritati kompenseerida kogu informatsiooni avamise ja täieliku usaldusega. Loomulikult võtab oma koha leidmine selles 17-liikmelises (nüüd, pärast lõunanaabri Läti liitumist juba 18-liikmelises) kogus aega, aga mingeid takistusi selle koha otsimisel ei tehtud, pigem vastupidi. Nii suurte kui väikeste riikide esindajad andsid oma teadmised ja oskused edasi. See on ju ka normaalne, Eesti on üks seitsmeteistkümnest ja meie hääl on otsustamisel võrdne nii suurte kui väikestega. Selles seisus enesele vastaste tekitamine ei oleks olnud mõistlik ja seda keegi ei üritanudki.

Eurole üleminekul olime oma riigi edasise kestmise ja arendamise teel astunud järjekordselt ühe väga pika ja suure sammu edasi.

Eeldused edasi liikuda ja olla jätkusuutlikult ühises Euroopas olid loodud. Oluline on nüüd kõigi kokkulepitud mängureeglite täitmine kõikide osapoolte, sh ka Eesti poolt. Sellega oleksid tagatud euro tervis ja usaldatavus ning see annaks võimaluse ka edasiseks integratsiooniks Euroopas. Seda viimast on vaja ka Eestile nagu õhku.

## 15. KOOSTAJA LÕPPSÕNA

*Ilmar Lepik*

Siinkohal lõpeb Eesti valuutakomitee lugu. Raamatu lõpp on sihilikult seatud 2010. aastale, sest sealt edasi algab juba uus lugu, mille kirjutavad-koostavad kunagi teised. Millised on need teemad, mis valuutakomitee ajale tagasi vaadates tunduvad kõige olulisemad?

Rahasüsteem eraldi võetuna ei ole küll majanduse kõige tähtsam element, kuid on kindlasti üks majanduse alustest. Selles mõttes oli 1992. aasta raha-reform küll keskse tähendusega, et ilma selleta oleks edasine olnud kujuteldamatu. Kuigi Eesti 1990ndate eduloo taga oli lisaks rahasüsteemile ka palju muid tegureid, mis hõlmavad kogu majanduspoliitika paleti, oli rahapoliitika üks silmatorkavamaid Eesti eripärasid mitmete teiste siirdemajandustega võrreldes. Teistes Euroopa siirderiikides ei kasutatud samavõrra pühendunult nagu Eestis kombinatsiooni fikseeritud vahetuskursi äärmuslikust versioonist koos tasakaalus eelarvepoliitikaga.

Isegi tagantjärele on keeruline hinnata, miks sai Eestist fikseeritud vahetuskursi kants moodsas Euroopas, kus on prevaleerinud ujuv vahetuskurs. Laiemas vaates on vahetuskurs – ühe raha hind mõõdetuna teises rahas – siiski vaid üks hind majanduses, olgugi et üks tähtsamaid hindu. Püsimist fikseeritud vahetuskursiga rahapoliitika juures on hinnatud erinevalt – plussiks on loetud majanduspoliitilise keskkonna stabiilsust ja miinuseks mõneti liigset volatiilsust *boom-bust*-tüüpi majandustsüklites; kuid kahtlemata on nii stabiilsuse kui volatiilsuse taga rohkem põhjust kui vaid rahapoliitiline valik.

Üks seletus toimunud on asjaolu, et Eesti majandus oli 18,5 aasta jooksul, kui kroon kehtis, pidevas ja seejuures väga kiires muutumises. Kiirelt muutuv keskkonnas pidi olema ka midagi stabiilset. Seda oli eriti vaja väikeses avatud majanduses, mis on niigi suuresti väliste mõjude meelevaldas ja pealegi läbi tegemas siiret toimivale turumajandusele.

Hinnates muude Kesk- ja Ida-Euroopa riikide ja Baltimaade edukust siirdeprotsessis, ei ole 2004. aasta suures laines ELiga liitunud riikide erinevused väga suured, 2012. aasta andmetel mahuvad kõik need riigid vahemikku 62–82% ELi keskmisest ostujõupariteedi standardi alusel arvestatud SKP *per capita* näitajast (Eestis 71%). Sajandivahetusel langesid need näitajad vahe-

mikku 40%–80% (Eestis 47%)<sup>103</sup>. Tulutaseme konvergens on olnud eriti märgatav madalamate sissetulekutega maade korral; samuti on *kaks korda* vähenenud riikidevahelised erinevused. Seejuures on rahapoliitilised režiimid Kesk- ja Ida-Euroopa riikides suuresti vaheldunud: mitmete riikide rahasüsteemid on aja jooksul muutunud, sellele lisanduvad riikidevahelised erinevused.

Eesti ja teiste Baltimaade taasiseseisvumisest ELi liikmelisuseni kulus vaid 13 aastat. Sellesse ajavahemikku mahtus ka veel majanduse esimene tõus pärast siirdekriisi ning Aasia-Vene kriisi. Ja praktiliselt kohe pärast Aasia-Vene kakkriisi mõjude taandumist algas ühinemine ELiga. Sellele järgnenud globaal-kriis tõi kaasa uue muutuste laine ja lõpuks liitumise euroalaga. Tõelist majanduslikku rahuaega oli krooniajal vaid mõned aastad XXI sajandi alguses.

Teine seletus püsivalt vahetuskursile orienteeritud rahapoliitikale on riigi väiksus, mistõttu paljud hinnad tulevad väljastpoolt ega allu kodumaisele rahapoliitikale. Sellisel juhul on valuutakursi mõju (*exchange rate pass-through*) tugevam kui suurema siseturuga riikidel. 2004. aasta suures laines ELiga liitunud väikesemate riikide rahapoliitika oli rohkem või vähem allutatud vahetuskursile. Sellised riigid olid Küpros, Malta, Läti, Sloveenia ja Slovakkia, kes kõik kasutasid mingit tüüpi seotud vahetuskursi süsteemi (ja kes kõik on nüüdseks euroalas), lisaks veel valuutakomiteed Leedus, Bulgaarias (ELi liige 2007) ja Bosnia-Hertsegoviinas ning fikseeritud vahetuskurs Horvaatias (ELi liige 2013).

Ja veel tasub meeles pidada, et fikseeritud vahetuskursi korral omandab muu majanduspoliitika suurema tähtsuse, kuna puudub kergem vigade paranduse võimalus vahetuskursi kaudu. Just selle argumendi, kuigi pöördkujul, esitasid selle sajandi alguses fikseeritud kursi vastased – märksa lihtsam ja mugavam on kohandada ühte hinda majanduses kui kogu majanduspoliitikat, isegi kui see toimub nii mõnigi kord majanduslike moonutuste põlistamise ja reformide vältimise abil. Mugavad lahendused viivad sageli mittemidagitegemiseni.

Globaalne finantskriis ja euroala võlakriis tegid sellisesse suhtumisse omad korrektiivid tänu vahetuskursi kui majanduspoliitika instrumendi puudumisele euroalal. Muutused Euroopas on alles poolel teel kuid vahetuskurs või

---

103 Välja on jäetud Küpros (92%) ja Malta (86%) kui teistsuguse ajalooga riigid. Kaheksaliikmelisse Kesk- ja Ida-Euroopa riikide gruppi on praeguseks lisandunud ELiga 2013. aastal liitunud Horvaatia (62%) ja EA võlakriisi tagajärjel samale tasemele taandunud Portugal ning Kreeka (~75%). Mõnevõrra tagapool on 2007. aastal liitunud Rumeenia ja Bulgaaria – kuni 50% ELi keskmisest.



selle puudumine ei ole enam nii keskne küsimus kui varem – seda nii edus kui ebaedus. Mis täpselt juhtub euroalaga edaspidi, on omaette küsimus. Euroala võlakriisi järelmid jäävad meid saatma veel paljudeks aastateks, ka siis, kui pealispinnal näeb kõik üsna perfektne välja.

Tagasivaates tuleb tõdeda, et ükski rahapoliitiline valik ega kursirežiim ei ole ühte viisi hea igal võimalikul hetkel. Eesti kroon kehtis piisavalt kaua, et näha nii paremaid kui ka halvemaid aegu. Kõigele vaatamata pidas fikseeritud kursi režiim hästi vastu kuni liitumiseni ühtse valuutapiirkonnaga. Esimesed aastad euroalas näitasid, et Eesti liitus ühisvaluutaga küllalt tugevatel algtingimustel, mis üldjoontes kinnitab varasema rahapoliitika asjakohasust.

Eesti krooni ja valuutakomitee küllalt kirev ajalugu on nüüdseks lõppenud, Eesti majanduse muutumine ja kasvamine kindlasti mitte. Seepärast saabki Eesti valuutakomitee lugu nimetada osaks pikast üleminekust ühest majandussüsteemist teise, kusjuures tegu oli kardinaalselt erinevate paradigmadega ja kõik toimus vähem kui 20 aasta jooksul. Valuutakomiteele tuginev rahapoliitika oli selle teisenemise oluline osa.

Eesti valuutakomitee läks ajalukku ka kui esimene valuutakomitee, mis sulandus ühtsesse valuutapiirkonda. Väljaspool Euroopat püsivad endisel kursil Hongkong, Kariibi mere väikesaared (ECCB) ja mõned Araabia väikeriigid. Kahekümne aasta tagune seis on taastunud, ja selle küllalt eripärase rahasüsteemi pärusmaaks on taas eksootilised väikeriigid. Valuutakomiteede hiilgeaeg on jälle lõppenud; kas kunagi saab teoks ka nende kolmas tulemine, seda näitab aeg.

## EESTI MAJANDUSE PÕHINÄITAJAD 1995 - 2013

### Eesti majanduse põhinäitajad 1995 - 2004

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
SKP jooksevhindades (mld eurot)	2.8	3.6	4.5	5.0	5.4	6.2	7.0	7.8	8.7	9.7
SKP püsivhindades, muutus (%)		5.9	11.7	6.8	-0.3		6.2	6.1	7.5	6.5
Tarbijahinnaindeks, muutus (%)	29.0	23.1	11.2	8.2	3.3	4.0	5.8	3.6	1.3	3.0
Jooksevkonto (% SKPst)	-4.2	-8.4	-11.1	-8.6	-4.3	-5.4	-7.1	-11.2	-12.9	-12.0
Eratarbimine püsivhindades, muutus (%)		12.4	12.0	5.3	0.6		6.2	9.2	9.1	7.8
Kapitali kogumahutus põhivarasse püsivhindades, muutus (%)		18.2	23.6	21.4	-15.5		12.1	23.9	17.8	5.5
Ekspord püsivhindades, muutus (%)		0.3	26.4	13.4	0.4		6.3	2.8	10.2	17.3
Import püsivhindades, muutus (%)		8.5	28.6	12.5	-5.9		12.4	13.3	14.0	16.1
Töötuse määr (%)	9.7	9.9	9.6	9.8	12.2	14.6	13.0	11.2	10.3	10.1
Hõive residentist tootmisüksustes, muutus (%)		-2.4	0.0	-1.9	-4.5		0.6	0.0	2.1	-0.4
Tööhõive määr vanusegrupis 15-74 (%)			58.5	57.7	55.3	54.4	55.0	55.2	56.6	56.7
SKP töötaja kohta püsivhindades, muutus (%)		8.4	11.7	8.8	4.4		5.6	6.1	5.2	6.9
Keskmine brutokuupalk (eurot)	152.4	190.8	228.2	255.5	282.3	311.6	352.2	390.5	428.3	461.6
Keskmine brutokuupalk, muutus (%)	36.9	25.7	19.4	12.5	7.6	10.5	12.3	11.5	9.4	8.4
Erasektori laenujääk aasta lõpus, muutus (%)				8.9	4.3	13.2	18.1	20.1	31.4	45.5
Erasektori laenujääk aasta lõpus (% SKPst)			25.3	24.5	24.1	23.7	24.8	26.7	31.3	40.8
Brutovälisvõlg (% SKPst)						52.4	53.2	57.9	64.4	76.8
Netoinvesteeringispositioon (% SKPst)		-13.8	-35.0	-36.6	-51.7	-48.1	-48.4	-53.7	-66.0	-86.3
Valitsemissektori eelarve tasakaal (% SKPst)						-0.2	-0.1	0.3	1.7	1.7

\* Allakriipsutatud andmed pole võrreldavad andmetega 2000-2013 kohta seoses üleminekuga ESA 95-lt ESA 2010-le.

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank

*Eesti majanduse põhinäitajad 2005 - 2013*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
SKP jooksevhindades (mld eurot)	11.3	13.5	16.2	16.5	14.1	14.7	16.4	17.6	18.7
SKP püsivhindades, muutus (%)	9.5	10.4	7.9	-5.3	-14.7	2.5	8.3	4.7	1.6
Tarbijahinnaindeks, muutus (%)	4.1	4.4	6.6	10.4	-0.1	3.0	5.0	3.9	2.8
Jooksevkonto (% SKPst)	-8.7	-15.0	-15.0	-8.7	2.5	1.8	0.0	-2.1	-1.4
Eratarbimine püsivhindades, muutus (%)	9.4	12.7	9.0	-5.1	-15.6	-1.6	2.3	5.1	3.8
Kapitali kogumahutus põhivarasse püsivhindades, muutus (%)	15.3	22.8	10.3	-13.1	-36.7	-2.6	33.0	10.4	2.5
Eksport püsivhindades, muutus (%)	19.9	9.5	12.6	0.9	-20.3	24.0	22.2	8.3	2.6
Import püsivhindades, muutus (%)	16.7	20.7	13.0	-6.2	-30.6	21.0	26.8	12.2	3.1
Töötuse määr (%)	8.0	5.9	4.6	5.5	13.5	16.7	12.3	10.0	8.6
Hõive residentist tootmisüksustes, muutus (%)	2.3	4.9	0.2	-0.2	-10.2	-4.9	6.5	1.6	1.2
Tööhõive määr vanusegrupis 15-74 (%)	58.1	61.8	62.9	63.1	57.4	55.2	59.1	60.8	62.1
SKP töötaja kohta püsivhindades, muutus (%)	7.0	5.3	7.7	-5.1	-5.1	7.8	1.6	3.0	0.4
Keskmine brutokuupalk (eurot)	514.4	597.6	719.6	819.2	781.2	788.4	830.9	879.6	948.2
Keskmine brutokuupalk, muutus (%)	10.8	16.5	20.5	13.9	-5.0	1.1	5.9	5.7	7.0
Erasektori laenujääk aasta lõpus, muutus (%)	65.8	61.1	32.4	8.4	-3.8	-4.9	-5.4	0.3	0.7
Erasektori laenujääk aasta lõpus (% SKPst)	58.3	78.2	86.2	91.9	103.2	94.4	80.1	74.7	70.8
Brutovälisvõlg (% SKPst)	85.9	95.8	107.2	115.2	122.2	112.1	101.9	101.9	93.6
Netoinvesteeringispositioon (% SKPst)	-84.7	-73.3	-71.3	-75.4	-80.1	-71.2	-55.6	-52.1	-47.1
Valitsemissektori eelarve tasakaal (% SKPst)	1.6	2.5	2.4	-3.0	-2.0	0.2	1.0	-0.3	-0.5

Allikad: statistikaamet, Eesti Pank