

RAHAREFORM

VABALE

ESTILE

A-54780 VII

**TARTU ÜLIKOOL**

**Steve H. Hanke, Lars Jonung, Kurt Schuler**

**RAHAREFORM  
VABALE EESTILE**

**Valuutafondi lahendus**

**TARTU 1992**

Originaali tiitel:  
MONETARY REFORM FOR FREE ESTONIA  
A Currency Board Solution

by  
Steve H. Hanke, Lars Jonung and Kurt Schuler  
Baltimore - Stockholm, December, 1991

Steve H. Hanke, Professor of Applied Economics,  
The Johns Hopkins University, Baltimore,  
Maryland 21218, U S A

Lars Jonung, Professor of Economics,  
Stockholm School of Economics, Box 6501,  
S-113 83 Stockholm, Sweden

Kurt Schuler, Department of Economics,  
George Mason University, Fairfax,  
Virginia 22030, U S A

## SISUKORD

|  |    |
|--|----|
|  | lk |
| Autoritest.....                                  | 5  |
| Eessõna.....                                     | 7  |
| 1. Eesti rahakorralduse valik .....              | 8  |
| 1.1. Sissejuhatus .....                          | 8  |
| 1.2. Rahareform ja turumajanduse areng.....      | 14 |
| 2. Valuutafondi tegevus.....                     | 22 |
| 2.1. Mis on valuutafond? .....                   | 22 |
| 2.2. Kuidas valuutafond töötab? .....            | 26 |
| 2.3. Keskpank .....                              | 33 |
| 2.4. Valuutafondi eelised keskpanga ees .....    | 37 |
| 3. Ettepanekud Eesti Valuutafondi loomiseks..... | 44 |
| 3.1. Kuidas asutada Eesti Valuutafondi? .....    | 44 |
| 3.2. Kuidas juhtida Eesti Valuutafondi? .....    | 51 |
| 3.3. Kuidas tagada Eesti Valuutafondi? .....     | 58 |
| 4. Kokkuvõte ja järeldused .....                 | 63 |
| <br>   |    |
| Lisa I: Valuutafondi seadus Eestile.....         | 65 |
| Lisa II: Vastuväited valuutafondile .....        | 68 |
| Lisa III: Raha pakkumise analüüs.....            | 73 |
| Kirjandus .....                                  | 93 |
| Järelsõna tõlkijalt.....                         | 97 |

\* \* \* \*

Valuutafondi süsteem sellisena, nagu valmistasid ette Hanke, Jonung ja Schuler on suurepärane Eesti olukorras olevale maale.

- Milton Friedman -

\* \* \* \*

Kuidas tuleks sisse seada ja kindlustada stabiilset raha Eestis? Minu arvates on ainuke tulekindel viis valuutafondi asutamine. Hanke, Jonungi ja Schuleri töö esitab usaldatava kavandi just selle teostamiseks.

- Sir Alan Walters -

Margaret Thatcheri isiklik majandusnõunik

1980-1989 (vaheaegadega)

## AUTORITEST

Steve H. Hanke on rakendusmajandusteaduse professor Johns Hopkinsi Ülikoolis Baltimore'is ja juhtiv ökonomist Friedberg Commodity Management, Inc. Torontos. Samuti töötab ta presidendi nõunikuna Deloitte Ross Tohmatsu International'is, Ida- Euroopa osakond Brüsselis. Ta on rahareformi erinõunik hr. Gramoz Pashko, Albaania peaministri asetäitja ja majandusministri juures. Ta oli vanemökonomist president Reagani Majandusnõunike nõukogus 1981-82 aa. Ta töötab ka isikliku majandusnõunikuna hr. Zivko Pregli, Jugoslaavia Sotsialistliku Föderatiivse Vabariigi peaministri asetäitja juures alates 1990.a. kuni hr. Pregli erruminekuni 30. juunil 1991.a.

Lars Jonung on majandusteaduse ja majanduspoliitika professor Stockholmi Handelshögskola's. Tema peamisteks uurimisaladeks on rahandus ning Rootsi makromajanduspoliitika ja inflatsiooniootused. Ta on avaldanud mitmeid raamatuid nii rootsi kui inglise keeles, sh. The Long Run Behavior of the Velocity of Money (koos M. D. Bordoga), 1987; The Political Economy of Price Controls 1990 ja toimetajana, The Stockholm School of Economics Revisited 1991. Praeguseks on tal käsil uurimus Rootsi Keskpanga poliitikast 1945-1990 aa. Samal ajal on ta ametis majandusnõunikuna Skandinaavia Enskilda Banken'is ja toimetajana Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review's. Alates 1992. a. jaanuarist on Lars Jonung Rootsi peaministri juhtiv majandusnõunik.

Kurt Schuler on majandusteaduse magistrand ja George Edward Durelli nimelise assistendi stipendiumi saaja George Masoni Ülikoolis, Fairfaxis, Virginias. Ta on olnud suvestipendiaat G. T. Management'is Hongkongis, kus ta töötas koos John Greenwoodiga, kes on Hongkongi valuutafondi süsteemi autor. Temalt on ilmunud mitmed artiklid valuutafondide majandustegevusest.

## **Eessõna**

Eesti-Rootsi fond korraldas 1991.a. oktoobris Tallinnas seminari Eesti tulevases rahasüsteemist. Lars Jonung kutsuti esinema ettekandega rahareformist. Pärast mitmete alternatiivsete rahakorralduse ettepanekute uurimist tegi ta ettepaneku valuutafondi süsteemi kasutamiseks, mis on kõige paljulubavam suund taasvabanenud Eestile. Oma ettekande kirjaliku kokkuvõtte ettevalmistamisel võttis ta ühendust Steve Hanke ja Kurt Schuleriga, kes töötavad ühiselt valuutafondi süsteemiga, et üksikasjalikult arutada seda ettepanekut.

See raamat kasvas välja üle-Atlandilisest koostööst meie kolme vahel. Lars Jonung kasutas ja täiendas Steve Hanke ja Kurt Schuleri poolt arendatud suunda Eesti oludele. Me käsitlesime erilisel Rootsi valitsuse osa usaldatavuse edendajana Eesti Valuutafondis.

Oleme paljudele tänu võlgu abi eest. Ingemar Ståhl Lundi Ülikoolist on olnud inspireerija ja kommenteerija. Avo Viio Tartu Ülikoolist varustas meid kommentaaride ja viimaste andmetega Eesti majandusest. Praegu valmistab ta ette antud ettekande eestikeelset tõlget.

Stockholm ja Baltimore, detsember, 1991

Steve H. Hanke, Lars Jonung, Kurt Schuler.

## 1. EESTI RAHAKORRALDUSE VALIK

### 1.1. Sissejuhatus

Eesti on praegu olulise valiku ees. Nagu iga uus riik, peab ka Eesti looma oma rahasüsteemi. Antud valik on saatuslik. See määrab suures osas Eesti tulevase majandusolukorra. Ajalugu annab meile ammendavalt näiteid halvasti töötavaist rahasüsteemidest, mis tekitavad suure inflatsiooni, ebastabiilsuse, sotsiaalse kaitsetuse ja poliitilisi konflikte. Selline oli enamike Euroopa riikide saatus, kes saavutasid iseseisvuse pärast Esimest Maailmasõda. Nad asutasid oma keskpangad ning peatselt muutus hüperinflatsioon peamiseks majanduslikuks, ühiskondlikuks ja poliitiliseks probleemiks. Peaaegu kõik 1950. ja 1960. aa. iseseisvuse saanud kolooniad asutasid samuti keskpangad, milledest paljud põhjustasid jällegi hüperinflatsiooni. Teisest küljest on näiteid edukatest rahasüsteemidest, mis panid aluse majanduse stabiliseerumisele, toetasid poliitilist stabiilsust ja kiiret majanduskasvu.

Alternatiivsete rahasüsteemide analüüs ja nende majandusliku toime tõlgendamine viis meid järeldusele, et kõige paljulubavam rahanduslik valik on vabale Eestile valuutafondi süsteem. Selle süsteemi puhul ei oleks Eestile vaja täielikku keskpanka, vaid luuakse valuutafond. Valuutafond emiteeriks Eesti raha (krooni), mis oleks tagatud 100% reservvaluutaga (Rootsi krooniga). Eesti Valuutafond vahetaks Eesti kroone Rootsi kroonideks fikseeritud vahetuskursiga, mis on "lõplikult" kinnistatud.

Rootsi võiks etendada aktiivset osa Eesti Valuutafondi loomisel ja töö korraldamisel. Seejuures võiks Rootsi anda

Eestile algse reservi kroonides valuutafondi asutamiseks. See garanteeriks fondile ladusa ja usaldusväärse alguse.

Selleks, et kindlustada loodava raha ulatuslikku kasutamist ja väliskapitali ning finantside meelitamist Eestisse, peab Eesti raha olema konverteeritav ja usaldatav. Usaldatavus selles kontekstis tähendab Eesti üldsuse ja välisinvesteeringute veendumust, et uus Eesti raha on sama hea kui Rootsi kroon.

Meie soovitude kohaselt loodav valuutafond garanteerib konverteeritavuse oma avamise päevast. Selle tulemusena kujunevad inflatsioon ja intressimäär Eestis ligikaudu samasuguseks kui Rootsis. Peale selle kaob valuutavahetuse risk Rootsi kroonile. Võrreldes olukorraga, kus raha emiteerib keskpank, muutuksid Eestis suuremaks nii sisemised kui välisinvesteeringud. Suuremad investeeringud tõstavad kapitali-töö suhet, tööviljakust ja reaalpalku. Ka majanduskasv muutub suuremaks ning samas väheneks emigratsioon Eestist. (Hanke ja Schuler [1991b]).

Valuutafondiga loob Eesti otsekohe rahandusliku stabiilsuse. Rahanduslik stabiilsus on väga tähtis, kuid mitte ainus element edukaks üleminekuks turumajandusele. Vaja on ulatuslikku ja seotud reformipaketti (vt. Hanke ja Walters [1991a]). Me piirdume oma uurimuses siiski rahareformi küsimustega, kuna need on kõige pakilisemad. Kui Eesti ei saavuta rahanduslikku stabiilsust, siis seab see hädaohtu kõik ülejäänud reformid.

Selle ettekande eesmärgiks on selgitada, kuidas valuutafond tegutseb ja kuidas asutada Eestile valuutafondi. Teine peatükk annab valuutafondi töö detailse aruande. Kolmas peatükk sisaldab meie ettepanekuid Eesti Valuutafondi kohta. Seal tuleb arutusele, kuidas võiks fondi asutada, kuidas see algselt jaotaks oma raha

ja kuidas võiks Rootsi osaleda selles protsessis. Me võtame oma ettepanekud kokku neljandas peatükis. Lisa I sisaldab põhikirja Eesti Valuutafondile. Lisas II vastatakse valuutafondi vastu tõusetunud kriitikale. Lisas III on rahapakkumise muutuse üksikasjalik analüüs nii valuutafondi süsteemis kui keskpanga puhul.

Selle peatüki ülejäänud osas esitame ülevaate majandusolukorrast Eestis ja selgitame usaldatava ja efektiivse rahandussüsteemi osa majanduskasvu edendamisel.

#### Majandusolukord Eestis.

NSVL-i endise vabariigina on Eesti käesoleval ajal Liidu majanduse koostisosa, kasutades praegust rubla oma rahaühikuna. Sellise rahakorralduse tulemusena kogetakse Eestis nüüd väga kiiret inflatsiooni. Teadete kohaselt oli aastane inflatsioonimäär Moskvast 1991.a. novembris 500-700 protsendi ringis. Hinnakasv Eestis saab olema üldjoontes samas suurusjärgus senikaua, kuni Eesti on rubla mõjualas.

Eesti andmete kohaselt on inflatsioonimäär viimastel aastatel kasvanud (tabel 1). 1991.a. teises kvartalis oli aastane inflatsioonimäär 174 % ligi. Vastavalt paljudele teadetele on hinnakasv sellest ajast veelgi kiirenenud. Nominaalpalgad on maha jäänud inflatsioonimäärast, põhjustades sellega reaalpalkade languse.

**Tabel 1. Aastane inflatsioonimäär Eestis.**

| Aasta           | Inflatsioonimäär |
|-----------------|------------------|
| 1990 IV kvartal | 60 %             |
| 1991 I kvartal  | 101 %            |
| II kvartal      | 174 %            |
| III kvartal     | 270 %*           |
| IV kvartal      | 258 %*           |

Allikas: Eesti Statistikaamet

\* Eestikeelsele tõlkele lisatud andmed. (Tõlkija)

Kuna rubla kaotab kiiresti oma ostujõudu ja inimesed eeldavad rubla jätkuvat langust, siis suureneb nõudmine välisvaluuta järele. Käesoleval ajal on Eestis ringlemas välisvaluutat hinnanguliselt 80 miljoni USA dollari väärtuses. Enamus välisvaluutast on Soome margad. Selline raha asendamine on Eestile kulukas. Tegemist on "välisabi" vormiga, mis voolab Eestist välismaa keskpankadesse, kuna Eesti peab ära andma tegelikke kaupu ja teenuseid, et omandada paberitükikest, mida välismaa keskpangad lasevad välja väga väikese kuluga.

Tuleb märkida, et vaatamata ametlikult teatatud inflatsioonimäära kõrgele ja kasvavale tasemele, näitab see tõelist inflatsiooni Eestis väiksemana. Eestis on kaupade ja teenuste püsiv defitsiit, mis tõendab "allasurutud" inflatsiooni olemasolu. Viimased ülevaateuuringud tõendavad, et kiireneva inflatsiooni tingimustes esineb ikkagi kaupade defitsiit.

Inimeste vastused näitasid, et neil ei olnud võimalik osta kaupu, mida nad soovisid, isegi siis kui neil oli raha ja ostuks vajalik talong (tabel 2 ja 3).

**Tabel 2.** "Nimetage palun 5 eset, mida Teie pere sooviks osta, mille jaoks Teil on raha, kuid mida pole õnnestunud osta." Küsitletute %, kes sooviks osta.

---

|            |      |
|------------|------|
| Külmkapp   | 40 % |
| Televiisor | 29 % |
| Pesumasin  | 25 % |
| Rõivad     | 29 % |
| Mööbel     | 28 % |
| Jalatsid   | 26 % |

---

**Tabel 3.** Kas olete saanud kõik Teile talongidega ettenähtud kauba kätte?

---

|                             |      |
|-----------------------------|------|
| Jah                         | 36 % |
| Ei                          | 56 % |
| Ei, ma ei ole kõike vajanud | 8 %  |

---

Allikas: Eesti Konjunktuuriinstituut

Kiirenev inflatsioon on põhjustanud samuti inimeste

reaalsete rublasäästude langemise äärmiselt madalale tasemele. Nagu me märkisime eespool, ei soovi inimesed hoida rublasid ega omada rublahoiuseid, eriti kui arvestada, et intress neilt jääb kõvasti maha inflatsioonist. Seetõttu varuvad inimesed kinnisvara ja muid kaupu kui rublasäästude asendajat. Finantssüsteem on praeguseks "mahasurutud" ja ei saa toimida tõhusa vahendajana säästjate ja investeerijate vahel. Eesti sisemised säästud ei ole suunatud hädavajalikeks tootlikeks investeeringuteks (Hanke ja Walters [1991]).

Kui me arutame rahareformi Eestis, siis peame meeles pidama, et Eesti on väike ja vaene maa. Eestis on ligikaudu 1,5 miljonit elanikku. Tema sisemine koguprodukt (SKP) inimese kohta on ligikaudu 1/10 kuni 2/10 Rootsi tasemest, kus SKP inimese kohta on \$21 600 USA. Reaaltulu võrdlus on keerulisema, kuna Eestis puudub turul põhinev hinnasüsteem. Sellegipoolest on enamus uurijaid järeldusel, et Eesti on põhiliselt vähearenenud majandusega maa.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Viimase aja ülevaadet Eestist, mis on inspireeritud majandusteaduse 1991. a. Nobeli preemia laureaadi Ronald Coase' töödest, vt. Ståhl (1991).

## 1.2. Rahareform ja turumajanduse areng.

Eesti ees on praegu käsumajanduse ahelate mahaheitmise ja turumajanduse omaksvõtmise protsess. See muutumine saab olema äärmiselt raske. Et seda siiski edukalt läbi viia, peab Eesti eelkõige vabastama end rublast ja looma stabiilse, konverteeritava ja "kindla" raha. Uus Eesti raha peaks olema täielikult konverteeritav peamistesse välisvaluutadesse. Käsitleme järgnevalt usaldatava raha tähtsust turumajanduses.

### "Kindla" raha tähtsus turumajanduses.

Kindel raha on eluliselt tähtis ladusalt toimivale turumajandusele. Ta esineb vastuvõtava akumulatsioonivahendina, vahetus- ja arvestusühikuna. Praegune rubla ei täida ühtegi neist funktsioonidest rahuldavalt. Ta ei ole usaldatav akumulatsioonivahend, kuna inflatsioon teeb tema väärtuse väga ebakindlaks. Selle tulemusena säästavad inimesed varudes kaupu, mis säilitavad oma väärtust paremini kui rubla. Kaupade varumine aeglustab majanduskasvu, kuid on inimeste ratsionaalne käitumine ebakindla rahaga riigis. Nagu ülalpool mainitud, esinevad Soome mark, Rootsi kroon, USA dollar jt. stabiilsed valuutad Eestis akumulatsioonivahendi asendajatena. "Fimmiseerumine" või "dollariseerumine" on samuti kulukas. See sunnib inimesi ära andma kaupu ja teenuseid, et omandada paberitükikest, mille Lääne keskpangad trükkivad peaaegu kuludeta. Viimane tekitab välisabi väärastunud vormi, mis voolab Eestist Lääne keskpankadesse.

Ebakindel raha ei ole hea vahetusühik. Välismaailm keeldub seda vastu võtmast. See takistab välisinvesteeringuid ja kaubandust ning seeläbi ka konkurentsi ja majanduskasvu. Samuti ei ole ebakindel raha hea arvestusühik. Inflatsioon lõhub hinnastruktuuri ja teeb majandusarvestuse raskemaks. Ilma hea arvestusühikuta on võimatu teha tähtsust omavaid raamatupidamise arvestusi või koostada lepinguid, mis tuleb hiljem täita. Seega kokkuvõtteks, ebakindel raha takistab turumajanduse oluliste elementide toimimist.

Eestis on tänapäeval primitiivne rahandussüsteem, mis ei suuda olla tõhus vahendaja säästjate ja investeerijate vahel. Senikaua kuni Eesti ei reformi oma rahasüsteemi, on võimatu tema üleminek turumajandusele (vt. Hanke ja Walters [1991b]).

Konverteeritav raha võimaldab inimestel teha detsentraliseeritud plaane, mis on palju efektiivsemad kui tsentraalne planeerimine. Niinimetatud sisemiselt konverteeritava rahaga riikides on tavaliselt kodumaiste kaupade ostmiseks vajalik vaid raha omamine, millega maksta müüjale. Sisemise konverteeritavuse puhul ei ole vajalik nõusolek mõnelt plaaniorganilt kui turul on kaup olemas ja soovitakse seda osta või müüa. Kaupade vahetus on palju kordi ulatuslikum, kiirem ja efektiivsem seal, kus on olemas sisemine konverteeritavus nagu näiteks USA-s, Saksamaal ja Rootsis.

Sisemise konverteeritavuse välismajanduslik teisend on väline konverteeritavus - võimalus vahetada turukursiga nii palju kodumaist raha välisvaluutaks kui keegi soovib, mitte märksa kõrgema või madalama ametliku kursiga. Väline konverteeritavus võib olla piiramatult nagu peamistes Lääne maades või piiratud nagu

Tšehhoslovakkias ja Poolas käesoleval ajal. Tšehhoslovakkia ja Poola lubavad enamuse jooksva arve ostudest, lastes inimestel osta välismaiseid kaupu, kuid nad keelavad kapitali arve tehinguid, millega inimesed saaksid osta välismaiseid väärtpabereid. Jooksva arve konverteeritavus avab kodumaised tootjad väliskonkurentsile ja aitab sisse viia maailmaturul domineerivat suhteliste hindade struktuuri. See ergutab riiki spetsialiseeruma nende kaupade valmistamisele, mida ta toodab kõige paremini ja seejärel vahetama neid teiste kaupade vastu maailmaturul. Riigi üldine rikkus sellest vaid suureneb. Kapitaliarve konverteeritavus aitab meelitada välisinvesteeringuid. Kui välismaalased ei saa kasumit kodumaale viia, on nad tõrksad investeerima. Kapitali välisinvesteeringud võivad tasakaalustada suurt jooksva arve puudujääki ja kiirendada hädavajalike välismaa kaupade sissetulekut Eesti majanduse moderniseerimiseks.

Võimalus osta nii kodumaiseid kui väliskaupu otsekohe, on see, mis teeb Lääne valuuta täielikult konverteeritavaks "kõvaks" rahaks ja nii kõrgelt hinnatuks Ida-Euroopas. Selleks, et lõigata kogu kasu maailmaturul osalemisest, on Eestis vaja luua täielikult konverteeritav raha. Rahasüsteemi puudumine Eestis käesoleval ajal on seega peamine takistus tema teel turumajandusele.

#### Usaldatavuse tähtsus.

Iga uus riik, mis hakkab välja laskma oma raha, on silmitsi raha usaldatavuse loomise probleemiga, s.t. arvamuse kujundamist, et tulevikus ei ole mingit inflatsiooni. Viimased sündmused

Poolas võivad seda illustreerida. Poola lubas enamuse varem subsideeritud hindadest tõusta turutasemele ja sidus zloti USA dollariga. Sellegipoolest säilis inflatsioon üle 40 % aastas.

Inflatsioon jääb ikkagi suureks ka Poola teed järgivates riikides, kuna keskpank Poola või Eesti sarnases taassündinud sõltumatus riigis ei oma usaldust. Paljudel Ida-Euroopa maadel on pikk ajalugu inflatsiooni allutamisel poliitilise surve alla. Näiteks NSVL-s on olnud valitsuse rahaemissioon alates 1768.a., keskpank alates 1860.a. Kogu selle aja jooksul on tal olnud täielikult konverteeritav raha vaid 35 aasta jooksul, viimati 1914.a. Kõik Ida-Euroopa keskpangad, välja arvatud Balti riikides ja Albaanias, põhjustasid hüperinflatsiooni 1920.aa. ja mõned tekitasid selle jällegi 1940. aa. lõpus.

Uus keskpank on Eestis juba asutatud ja see ei ole veel väljastanud oma raha. Sellel pangal ei ole negatiivset pärandit minevikust, mis õonestaks tema usaldatavust, kuid tema ees on teised usaldatavusega seotud probleemid<sup>2</sup>. Siiani ei ole keskpank teatavaks teinud oma terviklikku plaani raha stabiilsuse hoidmiseks. Samuti näitab üldine kogemus keskpankadest arenguriikides, et nii olemasolevatele keskpankadele kui ka uutele keskpankadele avaldatakse raevukat poliitilist survet inflatsiooniliseks rahaemissiooniks. 99 riigil, mida Maailmapank liigitab madala ja keskmise sissetulekuga maaks, oli keskmine aastane inflatsioon 16,7 % 1965-1980 aa. ja 53,7 % 1980-1989.aa. Seetõttu me oletame, et Eesti uus keskpank, kui "see asub

---

<sup>2</sup> Usaldatavuse kontseptsioon mängib keskset osa viimase aja makromajanduslikes uuringutes. Kirjanduse ülevaadet usaldatavusest ja makromajanduspoliitikast vt. Persson ja Tabellini (1990).

tegutsema", põhjustab varsti omaenda inflatsiooni.

Selline keskpankade kehv olukord seletab, miks Paul Volcker, USA Föderaalse Reservsüsteemi endine esimees, viitas oma kartusele, kas keskpangad Ida-Euroopas ja endises NSVL-s suudavad saavutada täielikku konverteeritavust. Pöördudes keskpanga töötajate poole Jackson Hole's, Wyomingis 1990.a., märkis hr. Volcker, et turgude areng on pikalt ees keskpankadest ja rõhutas, et Ida-Euroopa ja NSVL tegelikult aeglustaksid oma üleminekut turumajandusele toetudes keskpankadele<sup>3</sup>. Keskpangad ei ole olemuslikult turuinstituutsioonid. See on ka põhjuseks, miks Marx ja Engels väitsid Kommunistlikus Manifestis, et kommunismi saavutamise üheks sammuks oli "Laenude tsentraliseerimine riigi kätte riigikapitaliga ja ainuisikulise monopoliga riigipanga vahendusel"<sup>4</sup>

Saavutamaks usaldatavust, peavad uued tekkivad keskpangad Ida-Euroopas ja NSVL-i endistes vabariikides püüdliselt looma õige tegevusraja. Ametlikesse lubadustesse usalduse puudumise tõttu on inimesed kogu regioonis hakanud teostama oma mitteametlikku rahareformi. Nad on "dollariseerinud" oma majanduse. Kus aga dollarid ja muu kõva raha ei ole kättesaadavad, on vahetused toimunud isegi bartertehingutena, kuna barter annab võimaluse ära hoida inflatsiooni tõttu raha odavnemisest tuleneva säästude röövimise. Pööre bartertehingutele on eriti lõhestava toimega endises NSVL-s, kus see lähendab kaubandust vabariikide vahel. Muutes oma rahad stabiilseks ja konverteeritavaks, võiks kaubandus vabariikide vahel ja Ida-Euroopa maadega uuesti kosuda.

<sup>3</sup> Volcker (1990)

<sup>4</sup> Marx ja Engels (1848/1948), p. 30.

Usaldatavuse probleem ähvardab aheldada Eesti rahva ja uue Eesti keskpanga mängu, millel ei ole võitjaid. Keskpanga lubadused säilitada raha stabiilsus isegi fikseeritud vahetuskursi vahendusel ei ole usaldatavad. See võib põhjustada hindade jätkuvat kiiret kasvu, kuna palgasaajad võivad rajada oma palganõudmised Ida-Euroopas loodud keskpankade kurvale kogemusele minevikus või täiesti põhjendatud skeptitsismile hea käitumise lubadustest Eesti uue keskpanga poolt. Riigiettevõtetal ja ministeeriumidel võib tekkida kiusatus vabalt kulutada, kuna nad võivad õigustatult oodata, et Eesti valitsus nad välja päästab, sundides Eesti keskpanga raha trükkima. Töötajad ja ettevõtjad võivad oletada, et "pehme eelarvepiirang" säilib ja nad võivad käituda vastavalt. Inflatsiooniootused säilivad seega suurena, põhjustades uut inflatsiooni.

Kui Eesti keskpank imekombel suudab hoida raha stabiilsust, võivad järeldused olla veel halvemad kui püsiva inflatsiooni puhul. Kuna keskpangal puudub usaldatavus, siis jäävad inimesed tema suhtes skeptiliseks paljude aastate jooksul. Usaldatavuse saavutamiseks peab keskpank hoidma oma raha üleväärtustatuna ja (inflatsiooniga kohandatud) intressimäära kõrgena. See võib suruda Eesti majanduse ülemineku perioodil turumajandusele depressiooni. Selles depressioonis võib ekspordisektor kannatada enam kui muud harud<sup>5</sup>. Usaldusväärne rahareform, millel ei ole devalveerimise riski, hoiab reaalse intressimäära ühekohalise

---

<sup>5</sup> Selline olukord juhtus Jugoslaavias, kus 1990.a. jaanuari rahareform ei olnud täielikult usaldatav. Inimesed nägid õigustatult ette, et Jugoslaavia Pank ei suuda säilitada algselt fikseeritud vahetuskurssi, seetõttu oli reaalne intressimäär üle 30% aastas, kuna see sisaldab suurt devalveerimise riski preemiat. Kodusõda Jugoslaavias on lõpetanud Jugoslaavia raha toimimise.

arvuna või (riskantsematele laenudele) väikese kahekohalise arvuna, nagu see on Lääne tööstusriikidel ja seega saab hoida Eestit suurest vaevast.

Eesti saaks teha oma uue raha konverteeritavaks ka hoides ujuvat vahetuskurssi fikseeritud kursi asemel. Kuigi ujuv vahetuskurss üldiselt tasakaalustab raha pakkumise ja nõudmise välisvaluuta vastu, ei piira see Eesti keskpanga võimu luua laene. Selle asemel viib ujuv vahetuskurss tõenäoliselt Ladina-Ameerika tüüpi hüperinflatsioonile. Sisemised poliitilised survegrupid ja valitsuse suured "ambitsioonid" võivad tõenäoliselt pigem soodustada inflatsiooni, kui stabiilset raha ja hindu. Sedamööda, kuidas inflatsioon kasvab, muutuvad hinnad järjest vähem usaldatavateks näitajateks majandustegevuse suunamisel ja üleminek turumajandusele muutub veelgi raskemaks, kuna turumajandus vajab küllaltki stabiilseid hindu, et toimida hästi.

Omandamiseks stabiilset raha, vajab Eesti oma rahapoliitika eemaldamist poliitilise mõju alt. On vaja anda oma rahareformile algne usaldatavus, et hoida ära püsiva inflatsiooni oht ühest küljest ja majandusseisak (depressioon) teisest küljest. Parim viis selleks on vabastada oma keskpank raha emiteerimise funktsioonist ning asutada valuutafond, mille ainuke töö saab olema konverteeritava raha emiteerimine vastavalt rangelt määratud reeglitele. Eesti Valuutafond, mida me pakume, on otseselt kavandatud fikseeritud vahetuskursi hoidmisele. Seda on kerge asutada ja töös hoida. Otsustades mineviku järgi, on valuutafondid olnud alati võimelised säilitama fikseeritud kursiga raha konverteeritavuse, isegi väga pingelisel ajal.

Valuutafond võiks kiiresti luua kõva kodumaise raha ja vähehaaval rahandusliku usalduslikkuse Eestis. Tulemusena võivad majandussubjektid muuta oma ootusi. Kasutades Rootsi krooni kui Eesti Valuutafondi reservvaluutat, nagu me soovitame, ei saaks Eesti palgasaajad tõsta oma palku ja Eesti ettevõtjad ei saaks tõsta hindu eriti palju üle Rootsi palga ja tootlikkuse kasvu määra, enne kui nad on saavutanud vastavat edu tootlikkuses või kvaliteedis. Kui Eesti valitsus kehtestab kaitstud omandiõigused ja eemaldab tõkked välisinvesteeringutelt, võib ka intressimäär olla lähedane Rootsi tasemele. Valuutafondi puhul võib Eesti valitsus finantseerida end vaid maksudega ja laenudega, mitte inflatsiooniga, kuna valuutafond ei saa olla valitsuse finantseerimise agent.

Eesti raha sidumine Rootsi valuutaga ei alluta Eestit Rootsi poliitika ülemvõimu alla, nagu mõned inimesed võivad arvata. See taastab rahvuslikku väärikust, andes Eestile stabiilse raha. Luues Eesti raha sama kindlana kui Rootsi oma, millega see on seotud, avab valuutafond uuele Eesti rahale tee, kuidas muutuda külgetõmbavaks akumulatsioonivahendina ja asendada välisvaluuta praeguses raharingluses. See võib lõpetada välisabi väärastunud vormi, mis praegu voolab Eestist Lääne keskpankadesse.

Valuutafond on oluline ulatuslikumateks eelarve- ja majandusreformideks Eestis. Stabiilse rahanduskeskkonnaga on Eesti võimeline edukalt sammuma turumajanduse poole.

## 2. VALUUTAFONDI TEGEVUS

### 2.1. Mis on valuutafond?

Selles peatükis selgitatakse valuutafondi tegevust. Kirjeldatakse, mille poolest erineb rahapakkumine valuutafondi süsteemis ja keskpanga süsteemis. Näidatakse, miks on valuutafondi süsteem Eestis eelistatav keskpanga süsteemile.

Valuutafond on asutus, mis emiteerib fikseeritud kursi alusel ja esimesel nõudmisel "reservvaluutasse"<sup>6</sup> konverteeritavat paberraha ja münte. Ta ei aktsepteeri pangahoiuseid. Reservina hoiab valuutafond kõrgekvaliteetseid, tulutoovaid väärtpabereid, mis on denomineeritud reservvaluutas. Valuutafondi reservid on vastavalt seadusele 100 % või natuke üle ringluses oleva paberraha ja müntide väärtuse. (Kommertspangad ei pea valuutafondi süsteemis hoidma 100 % välisaktiivate reservi oma hoiuste tagatisena.) Valuutafond saab kasumit (müntimismaksu) hoitavate väärtpaberite<sup>7</sup> tulu ja paberraha ning müntide ringluses hoidmise kulu vahena. Ta edastab asutajale (ajalooliselt valitsusele) kogu kasumi, väljaarvatud kuludeks minev osa, mis on vajalik seadusega ettenähtud tasemel reservide hoidmiseks. Valuutafond ei sekku rahapoliitikasse; vaid turujõud üksinda määravad rahapoliitika. Rahapakkumisena mõistetakse siin üldsuse käes olevat paberraha ja münte ning pangahoiuseid

---

<sup>6</sup> Samuti on võimalik kasutada valuutakorvi või kulda kui reservi, nagu mõned valuutafondid on teinud.

<sup>7</sup> Valuutafondile, mille reserviks on kuld, tulu kulla väljalaenamisel. Selliste laenude ladusalt organiseeritud turg asub Londonis.

kommertspankades. Sissejuhatuseks vaatame lühidalt valuutafondi peamisi tunnuseid. Täpsemalt käsitleme me neid hiljem.

Konverteeritavus: Valuutafond kindlustab, et tema raha on konverteeritav fikseeritud kursiga. Ühelgi valuutafondil ei ole kunagi olnud probleeme fikseeritud kursi hoidmisel. Birma ja Põhja-Venemaa valuutafondid säilitasid fikseeritud kursiga vahetuse isegi kodusõja ajal. Briti kolooniate valuutafondid säilitasid konverteeritavuse Suure Depressiooni ajal 1930. aastatel ja Teise Maailmasõja kestel (vaenlase poolt hõivamata aladel).

Reservid: Valuutafondi reservid on piisavad, et kindlustada kasvõi kõigi paberraha ja müntide valdajate soovi vahetada need reservvaluuta vastu. Valuutafondid on tavaliselt hoidnud reserve 105 või 110 protsendi ulatuses passivatest, nii et need oleks lisaga kindlustatud juhuks, kui tulutoovad väärtpaberid peaksid kaotama väärtust. Kui Eesti näiteks kasutaks Rootsi krooni reservvaluutana, siis tema oma valuuta oleks sama hea kui Rootsi kroon. (Kolmandas peatükis käsitletakse ettepanekuid, kuidas Rootsi võiks luua vajalikud reservid Eesti Valuutafondile).

Müntimistulu (seigniorage): Erinevalt väärtpaberitest, ei anna enamik pangahoiuseid, paberraha ja mündid tulu. Seega on paberraha ja mündid justkui tulu mittetoov laen neid valdavatel inimestelt raha väljastajale. Emitendi kasum võrdub reservidelt saadud tulu miinus paberraha ja müntide ringlusesse laskmise kulud. Kui rahatähed ja mündid muutuvad kasutuskõlbmatuks, siis emitendi puhaskasv suureneb, kuna tema passiva väheneb, kuid aktiva jääb samaks. Valuutafondi süsteemi korral on kodumaine raha, s.o. Eesti kroon sama kindel kui välismaine reservvaluuta,

s.o. Rootsi kroon. Ainuke majanduslik erinevus Eesti raha kasutamisel seadusliku maksevahendina Rootsi valuuta asemel on see, et müntimistulu, mis tuleneb Eesti valuutafondi emissioonist langeb fondile ja võidakse kasutada Eestis. Kui aga kasutatakse Rootsi valuutat seadusliku maksevahendina, siis langeb müntimistulu Rootsi väljastajale. (Me käsitleme kolmandas peatükis müntimistulu jaotamist.) Valuutafondi tegevusest tekkiv müntimistulu võib olla märkimisväärne. Kulud valuutafondi tegevusest on tavaliselt ligikaudu 1 % aktivest aastas. Kasumimäär võrdub seega intressimääraga, mis saadakse Rootsi aktivest, miinus 1 %. Tagasihoidlikult arvestades, kui Rootsi pikaajaline intressimäär on ligikaudu 9-10 %, võiks kasumimäär olla vähemalt 6-8 % aastas.

Lisaks müntimistulule, on Eesti raha kasutamisel võrreldes välisvaluutaga veel teine eelis: rahvuslik eneseväarikus tõuseb. Eesti paberraha trükitakse eesti keeles. Samuti trükitakse Eesti mündid eesti kujundusega.

Rahapoliitika: Oma korralduselt ei oma valuutafond mingit sekkuvat võimu. Tema rahapoliitika on täielikult automaatne, seisnedes vaid tema paberraha ja müntide vahetamises fikseeritud kursiga välismaa reservvaluuta vastu. Kuna valuutafondi roll on otseselt ettekirjutatud, siis on sellel võrreldes keskpankadega väiksem tõenäosus sattuda poliitilise surve alla majanduslikult ebakindla poliitika teostamiseks.

\* \* \* \*

Üle kuuekümmel maal on sellel sajandil olnud valuutafondid. Enamus neist olid Briti kolooniad või endised kolooniad. Siiski

on valuutafondid esinenud ka mujal, kaasaarvatud kaks juhtumit Ida-Euroopas. Venemaa valuutafond, mis eksisteeris Suurbritannia ja liitlaste poolt okupeeritud põhjaaladel 1918. - 1919. aastal, väljastas rublasid, millel oli fikseeritud vahetuskurss Briti naelsterlingiga. Danzigi vabalinnal oli valuutafond 1922-1923 aa. Danzigi fond hoidis samuti fikseeritud vahetuskurssi naelaga. Mõlemad Ida-Euroopa valuutafondid olid äärmiselt edukad oma lühikese eluea jooksul. Põhja-Venemaa fond säilitas konverteeritavuse kesk kodusõda ja Danzigi fond säilitas konverteeritavuse vaatamata sügavale majandusseisakule, mille põhjustas äkiline langus tema peamisel kaubanduspartneril Saksamaal<sup>8</sup>.

Vaatamata valuutafondide edule eksisteerivad tänapäeval vaid mõned valuutafondi tüüpi rahasüsteemid. Kõige märkimisväärsemad on Hongkongis (suuresti modifitseeritud variandis) ja Singapuris. Enamus teisi maid, kellel kord olid valuutafondid, asendasid need keskpankadega. Selline muutus tehti poliitilistel, mitte majanduslikel põhjustel. Poliitikud näevad keskpanka kui vahendit rahapakkumisega oma huvides manipuleerimiseks. Valuutafondi süsteemi hülgamisest alates on paljud neist maadest talunud inflatsiooni ja majanduslikku stagnatsiooni. Hongkong ja Singapur on aga seevastu olnud vaatamata oma loodusressursside puudusele maailma kaks kõige kiirema majanduskasvuga maad. Peale selle on nad saavutanud suhteliselt madalad inflatsioonimäärad.

---

<sup>8</sup> Hanke ja Schuler (1991a).

## 2.2. Kuidas valuutafond töötab?

Valuutafondi süsteem toetub täielikult turujõududele nii fondi poolt väljastatava paberraha ja müntide hulga määramisel, kui hoiuste ja teiste kommertspankade jm. finantsasutuste poolt väljastatavate ning laema raha moodustavate komponentide hulga määramisel. Valuutafond ei saa reserve pakkumist määrata, kuna 100 %-line reservinõue teeb ta asutamisest alates kõigest kaubalao eriliigiks reservidele. Seni kuni fond ei saa mõjutada reserve hulka, ei saa ta ka mõjutada laenude kogupakkumist. See määrab erinevuse keskpankadest, mis sageli suurendavad või vähendavad kommertspankade kasutatavat reserve hulka, et mõjutada pangalaenude pakkumist. Sellegipoolest on paberraha ja müntide pakkumine elastne, kuna Eesti, valuutafondi maa, võib saada reserve Rootsist, reservvaluuta maalt.

Nagu kullastandardi või kullakursi standardi ajal, on valuutafondi süsteemis laenude hulk, mida kommertspankad saavad luua (seega kogu rahapakkumine), piiratud nende suutlikkusega omandada ja hoida nende tagamiseks piisavalt reserve. See ei tähenda, et laenud on piiratumad või kõrgema reaaltressi määraga kui keskpanga süsteemis. Hongkong ja Singapur on täieliku ja efektiivse finantseerimise tähtsad keskused. Ta hoiab vaid ära valuutafondi süsteemi sattumise nii suurde inflatsiooni, nagu on võimalik ujuva valuutakursiga keskpanga süsteemis. Valuutafondi süsteemis asetub valuutafondi maa samasse suhtesse reservvaluuta maaga nagu näiteks California ülejäänud Ameerika Ühendriikidega.

Kommertspankad on vahendajad laenajate (hoiustajate) ja laenuvõtjate (pangalaenu kasutajate) vahel. Pank ei saa

pikaajaliselt anda rohkem laene laenuvõtjale, kui hoiustajad soovivad anda talle. Kui pank annab ülemäärast laenu, siis laenuvõtjad võivad seda kulutada (näiteks tšekkide väljakirjutamisega), mistõttu pangast välja voolab rohkem fonde, kui voolab panka sisse teiste pankade tšekkidena. Hoidmaks ära sedasorti eksimust, mis lõpeb pankrotiga, peab pank hoidma reserve. Reservid kaitsevad teda juhuslike eksimuste tagajärgede eest.

Lõplikud reservid valuutafondi süsteemis on välismaa reservvaluuta hoiused (varud). Ainuke viis uute reservide saamiseks on valuuta omandamine reservvaluuta maalt, mis kõige lihtsamal juhul nõuab maksebilansi ülejääki või ülekandeid kinkidena, annetustena või laenedena väljaspoolt Eestit. Arvestades mõningaid lihtsustavaid eeldusi, mis on vajalikud selguse huvides<sup>9</sup>, tekitavad maksebilansi muutused samasuunalise raha kogupakkumise muutuse. Maksebilansi ülejääk suurendab sisemist raha kogupakkumist. Maksebilansi puudujääk jällegi vähendab sisemist raha kogupakkumist. (Kordame veelkord, et

---

<sup>9</sup> Eeldusteks on:

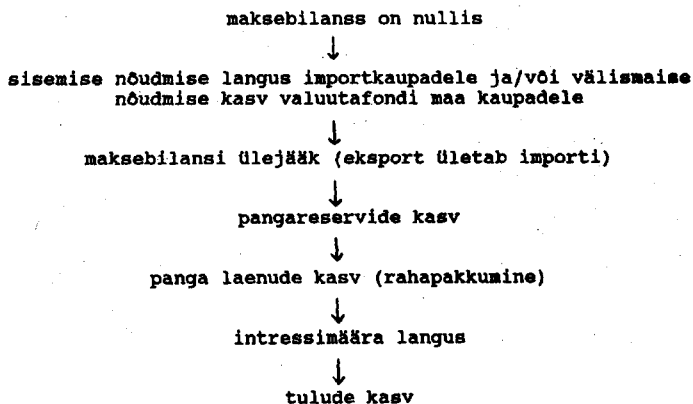
1. Pangahoiused on vahetatavad valuutafondi paberrahaks fikseeritud kursiga.
2. Paberraha ja müntide suhe rahapakkumisse (hoiuste-sularaha suhe) on konstantne.
3. Tulud ja raha hoidmine muutuvad samasuunaliselt.
4. Ei ole mingit rahvusvahelist harupangandust valuutafondi maa ja reservvaluuta maa vahel.
5. Kõik maksebilansi muutused avalduvad jooksva arvel; kapitaliarve ei muutu.
6. Ei eksisteeri minimaalset reservimäära või muud spetsiaalset pangaregulatsiooni.
7. Inimesed ei hoiä välismaa reservvaluuta varusid ega kasuta seda sisemistes vahetustes.

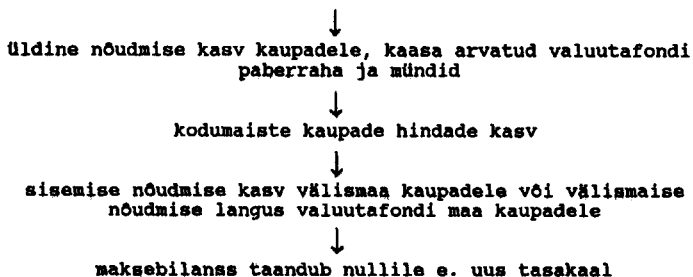
Nagu me selgitame hiljem, on vaid eeldus 1 hädavajalik valuutafondi analüüsil. Siis muutub analüüs keerulisemaks. Vaata täpsemat arutelu Ow (1985) ja Walters (1988).

maksebilanss on ekspordi väärtus miinus impordi väärtus. Kordame samuti, et sisemine raha pakkumine koosneb valuutafondi paberrahast ja müntidest ringluses pluss kommertspankade hoiused.)

Kõige lihtsam on näidata seost maksebilansi ja kodumaise rahapakkumise muutuste vahel valuutafondi süsteemis ahelskeemidega. Lugejad, kes soovivad täpsemat analüüsi, leivad selle Lisas III. Alustame oma analüüsi joonisega 1. Alustuseks on maksebilanss tasakaalus ja eksport võrdub impordiga. Seejärel me paneme süsteemi liikuma tekitades maksebilansi ülejäägi. Ülejäägi toime läbib valuutafondi süsteemis joonisel 1 näidatud astmed. Pange tähele, et valuutafondil on selgepiiriline funktsioon joonisel 1 kirjeldatud sündmuste ahelas - see astub tegevusse vaid astmel "üldise nõudmise kasv kaupadele, kaasa arvatud valuutafondi paberraha ja mündid".

#### Joonis 1

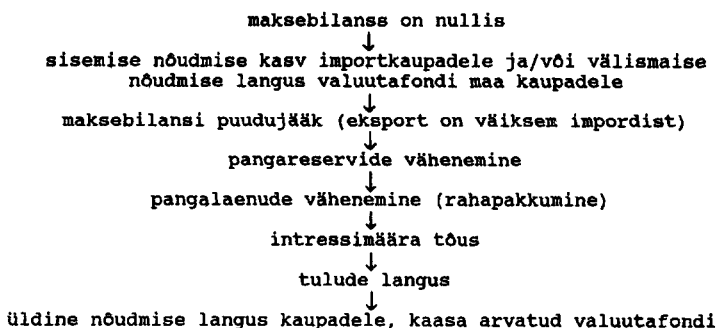


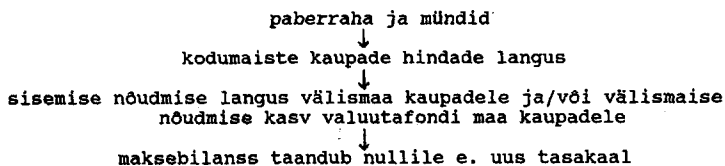


Kommertspangad püüavad saavutada oma soovitud hoiuste-reservi suhet ja üldsus püüab saavutada oma soovitud hoiuste-sularaha suhet, mis viib valuutafondi süsteemi maksebilansi ülejäggi ilmumisel tagasi tasakaalu. Valuutafond reageerib nende tegevusele "automaatselt" tänu oma 100 % reservimäärale ja fikseeritud vahetuskursile välismaa reservvaluutasse.

Maksebilansi puudujäggi tekkimisel toimib rahapakkumise protsess alljärgnevalt (vt. joonis 2).

#### Joonis 2





Samamoodi kui maksebilansi ülejäägi puhul, püüavad pangad ka nüüd saavutada soovitud hoiuste-reservide suhet ja üldsus püüab saavutada oma soovitud hoiuste-sularaha suhet, mis viib valuutafondi maksebilansi puudujäägi ilmunisel tagasi tasakaalu.

Tähelepanu tuleb pöörata kahele olulisele momendile valuutafondi süsteemi kohanemisprotsessis. Esiteks, turujõud ja mitte keskpang panevad süsteemi tööle; see on täiesti "automaatne", vähemalt senikaua, kuni valuutafond toimib. Teiseks, kuna vahetuskurss on fikseeritud, siis vahendus ilmneb täielikult rahahulga, intressimäära ja maksebilansi muutuste kaudu ja mitte vahetuskursi läbi.

Sellest aspektist on valuutafondi süsteem sarnane kullastandardile või kullakursi standardile. Fikseeritud vahetuskurss valuutafondi raha ja reservvaluuta vahel teeks kaupade vahetuse kahe maa vahel väga tihedaks, kui tökked omavaheliseks kaubanduseks on väiksed. Üldine hinnamuutuste tempo, näidatuna hulgikaupade hinnaindeksiga, ei erineks Eestis ja Rootsis palju<sup>10</sup>. Intressimäär oleks üldjoontes mõlemal

<sup>10</sup> Vahekorrd Eesti ja Rootsi vahel oleks üldjoontes sarnane Rootsi ja Inglismaa suhetele klassikalise kullastandardi perioodil. Kaubavahetus ja finantsturud tegid hinnamuutused Inglismaal ja Rootsis suuresti samaseks. Vt. Jonung (1984).

maal sama kui ei oleks selliseid tegureid nagu maksud või tajutud risk<sup>11</sup>, mis teeb laenamise ühel maal kulukamaks. Valuutafondi maade kogemus kinnitab seda väidet. Hongkongis näiteks, järgivad selle intressimäär ja eksportkaupade hinnad tihedalt USA omi, sellest ajast alates, kui Hongkong sidus oma raha USA dollariga.

Eelpool toodud valuutafondi rahapakkumise mehhanism oli lihtsustatud mõnede meie poolt tehtud eeldustega. Kui me kaotame kõik eeldused, väljaarvatud valuutafondi paberraha ja müntide vahetus pangahoiuste vastu fikseeritud kursiga, siis muutub side maksebilansi ja raha pakkumise vahel vähem otseseks. On isegi võimalik, et rahapakkumise muutused valuutafondi süsteemi puhul toimuvad vastupidiselt maksebilansi muutustele. See on siiski täiesti vastuvõetav. Ei ole mingit põhjust, miks rahapakkumine tänapäeva osalise reserviga pangasüsteemis peaks olema jäigalt seotud maksebilansiga, kui teised tegurid viivad rahapakkumist samaaegselt teises suunas. Hongkongis ja Singapuris on olnud maksebilansi puudujääk aastakümneid, samal ajal kui nende sisemine rahapakkumine ühtesoodu kasvas, kuna nad meelitasid ligi suure välisinvesteeringute voo. Sellise olukorra arengut loodame ka Eestis. See kehtib ka Rootsi kohta kullastandardi perioodil enne 1914<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> See sisaldab riski, et maksebilansi ülejääk või puudujääk võib ahvatleda valuutafondi maad kehtestama erinevaid vahetuskursse reservvaluutasse. Näiteks pärast naasmist valuutafondi süsteemi 1983.a., Hongkongi maksebilansi ülejääk Ameerika Ühendriikidega ajendas mõttekäiku, et Hongkongi valitsus võib revalveerida Hongkongi dollarit oma reservvaluuta, USA dollari, suhtes. Kui sai selgeks, et Hongkongi valitsus ei revalveeri, siis arvamuse surve kadus ja intressimäär Hongkongis, mis oli langenud küllaltki madalale võrreldes USA intressimääraga, nihkus lähemale USA omale.

<sup>12</sup> Vt. Jonung (1984).

Paljud täiendavad tegurid, mis võivad komplitseerida meie analüüsi, ei tohi varjutada olulist momenti: kasumi ja kahjumi turujõud määravad ja piiravad rahapakkumise suurenemise valuutafondi maal. Senikaua kuni on kasumlik investeerida raha valuutafondi maale, võrreldes muu maailmaga (arvestades inflatsiooni, vahetuskursi riski ja ülekandekulusid), suurendavad pangad valuutafondi maal oma laene. Nad on võimelised seda tegema, kuna välisinvesteeringud tulevad sisse ja toovad täiendavaid reserve pangasüsteemi. Kui pangad on suurendanud oma laene sellises ulatuses, et täiendavad laenud oleksid vähem kasumlikud kui raha investeerimine välismaale, siis nad ei tee enam laene ja seega rahapakkumise kasv kaob. Kui on kasumlikum investeerida raha välismaale kui valuutafondi maale, siis kaotab valuutafondi maa reserve, pangad hakkavad vähendama oma laene, et säilitada oma maksevõimet ja seega väheneb rahapakkumine. Valuutafondi osa kõiges selles on täielikult passiivne: ta ainult vahetab paberraha ja münte reservvaluutaks ja vastupidi, vastavalt üldsuse ja pankade nõudmisele.

### 2.3. Keskpank

Olemuslik erinevus valuutafondi ja keskpanga vahel seisneb selles, et keskpank ei tööta "automaatselt". Keskpank omab sekkuvat võimu raha pakkumise mõjutamiseks ja viimast ei juhi ilmtingimata majandusliku kasumi ja kahjumi arvestamine. Valuutafondi süsteem on oma olemuselt fikseeritud vahetuskursiga, vastupidiselt keskpanga süsteemile. Keskpanga olemuseks on pigem pangasüsteemi viimine fikseeritud vahetuskursilt ujuva valuutakursi poole. Käesolevas osas me võrdleme valuutafondi järelikult ujuvat kurssi hoidva keskpangaga.

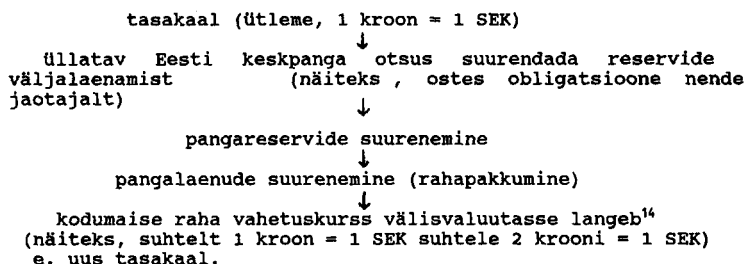
Keskpangad teostavad tavaliselt peale raha pakkumise mõjutamise veel mitmeid teisi funktsioone. Nad reguleerivad kommertspanku, esinevad viimse laenajana pangasüsteemis, annavad majanduslikku nõu valitsusele ja maksavad välja tšekke. Siiski on kõik see teisejärguline raha pakkumise mõjutamise rolli kõrval. Vaid keskpank kontrollib reservide pakkumist pangasüsteemis, samal ajal kui teised valitsusasutused saavad ja ka täidavad ülejäänud keskpanga funktsioone. Näiteks, USA-s jagab Föderaalne Reservsüsteem regulatiivset funktsiooni rahandusdepartemanguga, viimse laenaja funktsioon valitsuse hoiuste kindlustuse agentuuridega, majandusnõuandja osa mitmete teiste valitsusasutustega ning tšekkide väljamaksmist kommertspankadega. Me keskendume vaid sellele, kuidas keskpangad mõjutavad raha pakkumist, nii et saaks võrrelda seda valuutafondi tegevusega raha pakkumise protsessis.

Valuutafondi süsteemi puhul oli lähtepunktiks meie rahapakkumise sündmuste ahelas importkaupade nõudmise langus

valuutafondi maal. Muutused importkaupade nõudmises lähtuvad turust ja on inimeste vajaduste muutumise tulemus. Keskpanga süsteemis on lähtepunktiks keskpanga otsus panga reservide väljalaenamise suurendamiseks. See otsus ei lähtu turust. Siit tulenevalt saabki keskpang tegutseda vastupidiselt valuutafondi süsteemile.

Skemaatiliselt näeb sündmuste ahel üllatava<sup>13</sup> (surprise), s.o. ootamatu (unexpected), rahapakkumise suurenemise puhul keskpanga süsteemis välja järgmiselt (vt. joonis 3):

### Joonis 3



Et tuua selgemalt välja erinevus valuutafondi süsteemist, jätame kõrvale erinevate ajategurite mõju. Kui me eeldame, et nominaalhinnad kohanevad väga kiiresti, jättes reaalhinnad samaks, siis keskpanga otsuse ainsaks tulemuseks on vahetuskursi

---

<sup>13</sup>Me käsitleme vaid üllatuse juhtumit hoidmaks ära raskusi, mis on seotud ootustega.

<sup>14</sup>See on Ameerika terminoloogia. Standartne Euroopa terminoloogia käsitleb seda tõusuna.

Vahetuskursi (exchange rate) on kahe rahaühiku vahetussuhe. Vahetussuhte muutuse tõlgendamine tõusuna või langusena sõltub kokkuleppest, millele autorid viitavadki (Tõlkija märkus)

langus. Realistlikuma eelduse korral, et osa nominaalhindu ei muutu kiiresti tänu "jäikusele" või "inertsile", omab keskpannga tegevus tegelikku mõju majandusele. Loomulikult ongi see keskpannga sekkuva poliitika eesmärk ujuva vahetuskursi puhul. Ülaltoodud juhtumil võiks keskpannga tegevuse tõenäoline tulemus olla kodumaiste kaupade hindade langus võrreldes välismaa kaupadega ja seega ajutine ekspordibuum.

Sündmuste ahel rahapakkumise vähenemisel näeb välja keskpannga süsteemis järgmine (vt. joonis 4):

#### Joonis 4

tasakaal (ütleme, 1 kroon = 1 SEK)



üllatav keskpannga otsus vähendada reservide väljalaenamist (näiteks, müües osa hoitavatest obligatsioonidest)



pangareservi vähenemine



pangalaenude vähenemine (rahapakkumine)



kodumaise raha vahetuskurss välisvaluutas tõuseb<sup>15</sup>  
(ütleme, suhtelt 1 kroon = 1 SEK suhtele 0,5 krooni = 1 SEK) -  
uus tasakaal

Jätame oma arutluses kõrvale ajateguri ja eeldame, et nominaalhinnad kohanevad väga kiiresti, jättes reaalhinnad muutumatuks. Keskpannga otsuse ainsaks tulemuseks on nüüd

---

<sup>15</sup> Standartne Euroopa terminoloogia käsitleb seda langusena.

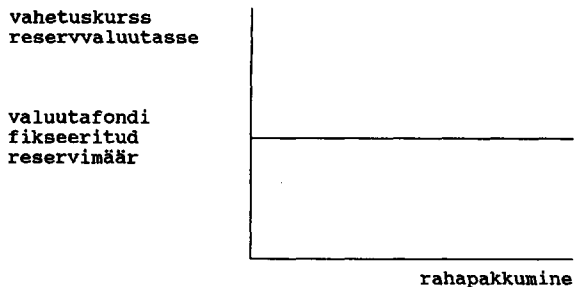
vahetuskursi tõus. Kui osa nominaalhindu on jäigad, siis on keskpanga tegevuse tõenäoline tulemus kodumaiste kaupade hindade tõus võrreldes välismaa kaupadega, ning järgnev ekspordi vähenemine.

#### 2.4. Valuutafondi eelised keskpanga ees.

Tähtsamaks erinevuseks valuutafondi ja keskpanga süsteemide vahel on sekkuva rahapoliitika jõu puudumine valuutafondil. Kaks tegurit "naelutavad" fondi tegevuse: esiteks fikseeritud vahetuskursid välismaa reservvaluutasse ja teiseks fikseeritud (100 \$-line) reservimäär. Fond ei muuda vahetuskursi ega pangareservide pakkumist sõltumatult maksebilansi muutustest või muudest turuteguritest.

Piltlikult on rahapakkumise suurus valuutafondi süsteemi puhul näidatud joonisel 5. Pange tähele, et fondi pakkumisfunktsioon kodumaise raha väljalaskel on täielikult elastne fikseeritud vahetuskursi puhul. Seega jääb kodumaise raha hulk ringluses otseselt sõltuma selle nõudmisest.

Joonis 5



Rahapakkumise pilt on samane joonisel 5 antuga ka keskpanga puhul, kui viimane peab kinni fikseeritud vahetuskursist. Kuid keskpanga olemuseks on just nimelt fikseeritud vahetuskursi lödvaks laskmine ujuva vahetuskursi kasuks ja seda enam-vähem

kindla perioodilisusega. Ujuva vahetuskursiga keskpanga süsteemis on võimalik iga nominaalse vahetuskursi ja nominaalse rahakoguse kombinatsioon. Selle põhjuseks on kommertspankade reservid keskpanga passivas. Kommertspankade laenud (hoiused) suurenevad või vähenevad sõltuvalt reserve suurenemisest või vähenemisest. Ujuva vahetuskursi süsteemis ei kohustu keskpank hoidma mingit konkreetset kurssi välisvaluuta (või kulla) ja oma raha vahel. Potentsiaalselt võib keskpank teha kommertspankade reservi pakkumise selliseks nagu ta soovib. Seetõttu, kui üldsus soovib hoida kindlat kogust pangahoiuseid ning keskpanga pangapähti ja münte, siis arvestades inflatsiooni ja deflatsiooni, peab vahetuskurss kohanduma selliselt, et hoida reaalsel rahapakkumist püsivana. Valuutafondi süsteemis on vahetuskurss seevastu fikseeritud.

\* \* \* \*

Meie ja ka paljude teiste seda probleemi uurinud majandusteadlaste arvates, on fikseeritud vahetuskurss parem ujuvast vahetuskursist (eriti Eesti sarnasele arengumaale). Fikseeritud kurss kõrvaldab valutult vahetuskursi riski reservvaluutasse. Valuutafondi maa ja reservvaluuta maa vaheline kaubandus muutub lihtsamaks, kuna ei teki mingit vajadust kehtestada kauba hinnale riskipreemiat. Inimesed saavad teha täpsemaid hinnakalkulatsioone maailmaturu kaupadele. Fikseeritud kurss tõstab majanduslikku efektiivsust, tehes ühisel rahaalal väikseima kuluga tootjaiks suurimate tootmiseelistega ettevõtted ja mitte need, kes lõikavad kasu vahetuskursi kõikumistest. Fikseeritud vahetuskurss teeb ka võimalikuks ettevõtjate ande

kasutamise muudele probleemidele peale ujuva vahetuskursi süsteemist tuleneva rahaspekulatsioonini.

Vahetuskursi riski kõrvaldamine julgustab ka välisinvesteeringuid, eriti reservvaluuta maalt. Sel juhul teavad investeerijad kindlalt, millise kursiga nad saavad reservvaluutat, kui nad sooviksid edaspidi kasumit välja viia. Kui me teeme neile ka turult väljumise kergeks, siis julgustab fikseeritud vahetuskurs neid turule sisenema suurema tõenäosusega kui ujuv kurss. Valuutafondi kehtimise ajal olid Briti kolooniad väga edukad Briti kapitali ligimeelitamisel oma majandusarengu kiirendamiseks. Fikseeritud vahetuskurs naelsterlingiga ja Suurbritanniaga sarnased investeerimisreedused tegid investeeringud Keeniasse sama kindlaks kui Inglismaa Kent'i krahvkonda. Briti koloniaalpankad aitasid kaasa kapitali liikumisele, ühendades Londoni finantsturu oma pangavõrguga kolooriates. Koloniaalpankad aitasid samuti kiirendada majanduskasvu, viies Suurbritannias väljaarendatud pangatehnika piirkondadesse, kus ilma välisabita oleks kulunud mitu põlvkonda pangaekspertiisi sellisele tasemele väljaarendamiseks. Tänapäeval on paljud endised Briti kolooniad, kes on valuutafondi süsteemi kõrvale heitnud, Briti pangad natsionaliseerinud ja omandiõigusi piiranud, leidnud end rahvusvaheliselt kapitaliturult väljaheidetuna.

Veel üks fikseeritud vahetuskursi eelis seisneb selles, et see võimaldab maal, mis kehtestab fikseeritud kursi, "ratsutada" reservimaa finantsturgudel. Fikseeritud vahetuskursi kehtestanud maa raha on olemuselt sama väärtusega kui reservimaa valuuta. Järelikult võivad fikseeritud kursi kehtestanud riigi ettevõtjad

võtta malli väga likviidsetelt hästiorganiseeritud reservvaluuta maa turgudelt. Sisenemine reservvaluuta maa turgudele muutub koheselt äärmiselt kergeks. Finantsturud Rootsisis pakuvad võimalusi intressimäära kindlustamiseks, valuutavahetuseks ja paljudeks muudeks operatsioonideks, mis ei osutu Eestis samas ulatuses võimalikuks veel paljude aastate jooksul. Valmis juurdepääs suurtele välismaa finantsturgudele, ilma mingi valuutavahetusriskita, kiirendab majanduskasvu. Näiteks Hongkong tõmbas ligi tohutud investeringud esiteks Suurbritanniast ja seejärel Ameerika Ühendriikidest tänu sellele, et Hongkongi dollar oli seotud naelsterlingiga (Bretton Woodsi süsteemi tõttu ka kaudselt USA dollariga) ning alates 1983. a. USA dollariga.

Lõpuks muutub Eesti raha fikseeritud vahetuskurss majanduskeskkonna tunnuseks ja lakkab olemast poliitilise võitluse objekt. Näiteks võimaldab see majanduses ära hoida inflatsioonilist palkade ja hindade hukutavat spiraali, mis põhjustab survet keskpangale raha devalveerimiseks, et hoida palku rahvusvaheliselt konkureerivatena. Järgnevalt nõuavad töötajad rohkem raha, et hoida sammu importkaupade hinnakasvuga, tekitades spiraalil uue palgakasvu ringi. Paljudes arengumaades tekitab teadmine, et keskpank võib painduda raha devalveerimise surve all, hukutava hüperinflatsiooni. Valuutafondi poolt kehtestatud fikseeritud vahetuskurss on seevastu enam usaldatav. Ükski valuutafond pole kunagi tühistanud oma fikseeritud vahetuskurssi enne, kui nad tegelikult hõivati vaenlase poolt. Isegi siis olid nad võimelised kaitsma oma aktiivaid kuna valuutafondid hoidsid oma reserve välismaal. Probleemiks olid vaid nende paberraha ja mündid, mida vallutanud

armeed tavaliselt püüdsid asendada inflatsioonilise okupatsioonirahaga. Valuutafond peatab hüperinflatsiooni hirmu, kuna töötajad ja töötajad teavad, et kui nad tahavad majanduses püsima jääda, peavad palgad ja hinnad olema konkureerivad kohe algusest peale. Senikaua, kuni valuutafondil on vähemalt 100 % reserv kiiresti sularahaks muudetavates aktivates, on see alati võimaline tagama fikseeritud vahetuskurssi.<sup>16</sup>

Muidugi on võimalik ka selline keskpank, mis hoiab fikseeritud vahetuskurssi välisvaluutasse. Ajalooline kogemus näitab siiski, et ei ole kerge säilitada fikseeritud vahetuskurssi keskpanga süsteemis. Keskpankadel on suur kalduvus murda oma lubadusi fikseeritud vahetuskursi säilitamiseks. Keskpanga stiimulid on sellised, et vähemalt lühiajaliselt saavad nad suuremat kasu oma lubaduste murdmisest kui nende hoidmisest. Eksisteerib sisemine konflikt keskpanga võimu vahel muuta kommertspankade reserve oma suva järgi ja fikseeritud vahetuskursi reegli vahel.<sup>17</sup> Ei ole olemas sellist nähtust nagu täielikult rahapakkumise reegleid järgiv keskpank.<sup>18</sup> Alati on sekkuv võim lõpuks peale jäänud keskpanga katsetes sättida oma poliitika rahapakkumise reeglitejärgi.

---

<sup>16</sup> Kommertspankad võivad pankrotistuda, kui neil ei õnnestu hoida piisavas koguses likviidseid aktiive. Kommertspankadel on ainuisikuline vastutus oma hoiuste vahetatavuse säilitamisel (fikseeritud vahetuskursiga) valuutafondi paberrahaks ja müntideks (1 kroon hoiuseid = 1 kroon valuutafondi paberraha). Kui kommertspankad ei tule sellega toime, siis ei lasu valuutafondil mingit vastutust nende hoiuste eest.

<sup>17</sup> Majandusteadlased nimetavad seda aja pidevuse (time consistency) probleemiks. Vt. Kydland ja Prescott (1977), samuti Persson ja Tabellini (1990).

<sup>18</sup> Keskpank, mis hoiab fikseeritud vahetuskurssi kulla või välisvaluutaga ning järgib 100%-st reservinõuet oma rahatähtede emissioonis, ei ole ikkagi valuutafond, kuna see säilitab sekkuva võimu oma passivas olevate hoiuste üle.

Ainuke meile teada olev keskpang, mis ei tühistanud kulla standardit ega kehtestanud kontrolli kapitalile Suure Depressiooni ajal, oli Albaanias. Hilisemast ajast on näide Bretton Woodsi süsteemi kokkuvarisemisest, kuna USA Föderaalne Reservsüsteem ja teised keskpangad järgisid liialt ekspansiivset rahapoliitikat. Kahe keskpanga lugu endistes Prantsusmaa kolooniates Kesk- ja Lääne-Aafrikas näitavad samuti neid raskusi, mis on keskpankadel fikseeritud vahetuskursi säilitamisel. Kahe riikidevahelise keskpanga eksisteerimise põhjuseks, selle asemel, et igal maal omada enda keskpanka, on fikseeritud vahetuskursi hoidmine CFA frangi ja Prantsusmaa frangi vahel. Need keskpangad on mitmel korral ületanud minimaalset põhikirjalist reservimäära, mille kohaselt Prantsusmaa frangi reservid peavad olema 25 % kogu passivast. Nad olid võimelised säilitama fikseeritud vahetuskursi Prantsuse franki vaid seetõttu, et Prantsuse riigikassa täiendas nende reserve oma maksumaksjate kulul.

Endiste valuutafondi maade ajalugu tõendab keskpankade loomupärast kalduvust loobuda fikseeritud vahetuskursist. Näiteks maad, mis varem kuulusid Ida-Aafrika ja Kesk-Aafrika valuutafondidesse: Keenia, Uganda, Tansaania, Somaalia, Jeemen, Ghana, Gambia ja Sierra Leone. Kõik nad loobusid fikseeritud vahetuskursist, kehtestasid kontrolli kapitalile ning said kõrgema keskmise inflatsioonimäära, võrreldes Suurbritanniaga (nende endise reservvaluuta maaga). Kõik see toimus pärast valuutafondi süsteemist lahkumist. Aastatel 1974 - 1983 hülgas Hongkong valuutafondi süsteemi ja katsetas "vaba emissiooni" süsteemi, ebatavalist kombinatsiooni, mis ei olnud fikseeritud vahetuskursis ega sekkuv rahapoliitika. Hongkong pöördus tagasi

valuutafondi süsteemile 1983. a. ja sellest ajast saadik on tal märksa stabiilsemad raha kasvumäärad ja madalam inflatsioon võrreldes vabaemissiooni perioodiga.

Lühidalt on valuutafond seega peaaegu lollikindel institutsioon, kuna see ei saa tegutseda majanduses iseseisva häiriva elemendina. Turujõud häälestavad valuutafondi. Keskpangal on aga võim majanduse destabiliseerimiseks ning keskpankade ajalugu näitab, et nad kasutasid sageli seda võimu, mõnikord tahtlikult, kuid teinekord eksikombel. Ka pühakute poolt juhitud keskpank, kui nad ei ole just absoluutsete teadmistega, ei töötaks siiski sama hästi kui valuutafondi süsteem.

### **3. ETTEPANEKUD EESTI VALUUTAFONDI LOOMISEKS**

Selles peatükis täpsustatakse, kuidas asutada ja juhtida valuutafondi Eestis, sh kuidas Rootsi võib varustada fondi reservidega ning kuidas isoleerida valuutafond poliitilise surve alt.

#### **3.1. Kuidas asutada Eesti valuutafondi ?**

Meie soovitame, et Eesti Valuutafond (EVF) asutataks ühiselt Rootsi ja Eesti valitsuste poolt ning see hakkaks emiteerima Eesti uut raha, krooni, paberraha ja müntidena. Valuutafondi võib asutada küllaltki lühikese aja jooksul vastavalt alljärgnevatele ettevõtmistele.

1. Rootsi ja Eesti valitsused asutavad ühiselt Eesti Valuutafondi vastavalt põhikirjale, mis on sama või sarnane Lisas I pakutuga. Rootsi valitsus annaks Eesti Valuutafondile algse reservi ühekordse ülekandega.
2. Eesti Valuutafond ei emiteeri rohkem raha kui on tema algse reservi suurus, st Eesti Valuutafondil peab olema lähtemomendiks 100 %-line reserv.
3. Uus raha lastakse ringlusse eelistatult annetuseks igale Eesti elanikule vastavalt kehtestatud korrale.
4. Kõik valuutavahetuse piirangud on keelatud. Välismaa

kommertspankadel ja finantsasutustel on lubatud Eestis vabalt tegutseda.

5. Kroon on ringluses paralleelselt praeguse rublaga. Ei ole ametlikult kehtestatud kurssi krooni ja rubla vahel.

6. Eesti Valuutafondi kasumi võib suunata Eesti Teadusuuringute Fondi, organisatsiooni, mis on loodud Eesti Valuutafondi müntimistulu jaotamiseks.

\* \* \* \*

Käsitleme neid kuut etappi veelkord.

Rootsi osa: Me teeme ettepaneku, et Rootsi võiks mängida kesket osa Eesti Valuutafondi loomisel. Rootsi ülesandeks oleks põhiliselt Eesti uue raha usaldatavuse tagamine.<sup>19</sup> Seda saab teha mitut moodi.

Esiteks, Rootsi valitsus võib anda või kinkida Eesti Valuutafondile selle algsed reservaktivad Rootsi kroonides denomineeritud obligatsioonidena. Neid obligatsioone peaks hoidma Stockholmis kui Eesti raha tagavat reservi. Reservi omine Rootsis suurendaks usaldust uuele Eesti rahale.

Teiseks, Eesti Valuutafondi paberraha tuleks trükkida väljaspool Eestit, et vähendada riski Eesti ametivõimude tagasipöördumiseks inflatsioonilisele finantseerimisele. Vaid Eesti Valuutafond võib panna uusi rahatähti ringlusesse ja seda

---

<sup>19</sup> Meie ettepanek põhineb veendumusel, et Rootsi valuuta on palju usaldatavam kui iga Eesti keskpanga poolt emiteeritav raha.

vaid siis, kui need on tagatud 100 % fondi aktivatega.

Me usume, et Rootsi saab ja võiks seda Eesti Valuutafondi toetaja tähtsat ülesannet täita paljudel põhjustel. Esiteks, me loodame tihedate finantssidemete arengut Rootsi ja Eesti vahel. Stockholm oli finantskeskuseks Balti riikidele sõdade vahelisel perioodil. Veelgi enam, Eesti raha oli juba sel ajal seotud Rootsi krooniga. Seega on meie ettepanekule toeks teatud ajalooline pretsedent. Rootsi finantssüsteem tänapäeval on piisavalt arenenud; meie ettepanek lubab Eestil otsekohe jõuda Rootsi finantsturgudele. Kui Eesti seob oma raha Rootsi krooniga, saab Eesti samuti seotud tekkiva Euroopa rahasüsteemiga. Niisiis, me usume, et Rootsi valuuta on sobiv raha, millega Eesti krooni siduda.

Teiseks, Rootsist saab tulevikus suurima tõenäosusega Eesti juhtiv kaubanduspartner, seega kasvavad lähiaastatel kiiresti kaubandussidemed nende kahe maa vahel. Eesti võib samuti muutuda ligitõmbavate investeerimisvõimalustega maaks nii Rootsi kui ka teiste maade ettevõtetele, eeldusel, et Eesti saavutab konverteeritava ja stabiilse raha.

Kolmandaks, me arvame, et Eesti jääb olulise abi saajaks Rootsist. Rootsi valitsus on teatanud oma valmisolekust toetada uusi Balti riike. Selle programmi efektiivsus sõltub Eesti rahasüsteemi valikust. Siinjuures teeme me ettepaneku, et Rootsi valitsus peaks nõudma stabiilse rahasüsteemi asutamist (eelistatult Eesti valuutafondi) kui eeldust edasise abi saamisele. Me usume, et parim abi, mida Rootsi saab anda antud hetkel, on Eesti Valuutafondi asutamine ühistööös Eestiga.

Eesti Valuutafondi reservide suurus: Kui suured peaksid Eesti Valuutafondi reservid olema? Rusikareegli järgi on raha hulk enamikes arengumaades ligikaudu 4 - 5 % sisemisest koguproduktist. See kehtib maade kohta, mille aastane tulutase on umbes \$ 2000 USA elaniku kohta ja kõige tõenäolisemalt kuulub Eesti just sellesse kategooriasse. Me kasutame viimast kui ühte orientiiri. Me ei arva, et tegelik reservide suurus on eriti tähtis probleem, kuid siiski Eesti Valuutafondi korraldus peab lubama rahapakkumise kohanemist nõudmisele kohe süsteemi toimima hakkamisest. Maadevaheline võrdlus näitab, et tulu ja raha vahelised sõltuvused on suure variatiivsusega nii arengu- kui ka tööstusmaades<sup>20</sup>.

Antud taustast tulenevalt, soovitame me, et valuutafond oleks kindlustatud 600 miljoni väärtuses obligatsioonidega, mis on denomineeritud Rootsi kroonides. Me teeme ettepaneku, et Rootsi valitsus annaks Eest Valuutafondile selle summa kingitusena. See võiks olla Rootsi Balti riikide toetamise poliitika esimene oluline samm.

Eesti rahatähtede jaotamine: Me soovitame, et vahetuskurss Rootsi krooni ja Eesti krooni vahel oleks 1:1, mis teeks kõik vahetused kergelt kalkuleeritavateks. Kurss kroonide vahel oli samuti 1:1 1928. a., mil kroon viidi sisse Eesti rahaühikuna. Vastavalt meie kavale, võiks Eesti Valuutafond nüüd alustada Eesti raha jaotamist, mille tagatiseks on 600 miljonit Rootsi

---

<sup>20</sup>Vaata tulu ja raha vahelise suhte andmeid, s.o. ringluskiirust 84 maal Teise Maaailmasõja järgsel perioodil, lisas A Bordo-Jonungil (1987).

krooni. Tegelikku jaotust saab kavandada erineval viisil. Lihtsamaks võtteks on anda igale Eesti elanikule 400 krooni ühekordse kingitusena. See oleks uue rahasüsteemi algus. (Raha saaks samuti anda perede printsiiibil või siis vastavalt skaalale, näiteks, 400 krooni esimesele inimesele perekonnas, 300 igale järgnevale täiskasvanule, 100 krooni igale lapsele jne.) Jaotust saaks samuti teostada kahes järgus. Kõigepealt antakse kätte algne summa ning poole aasta pärast antakse ülejäänud.

Rootslastele oleks 400 krooni väike summa, eestlastele on see aga ostujõu arvestuses piisav kogus. Tõenäoliselt on see vähemalt pool kuupalgast. 600 miljoni krooni kätteammist võiks samuti käsitleda kui teatud esmaabi, arvestades Eesti rahva kõledat perspektiivi kõige lähemas tulevikus.

Välismaa finantsorganisatsioonide vaba sisenemine: Eesti Valuutafondi kavandamine põhineb ideel, et välismaa kommertspankadel lubatakse vabalt siseneda Eestisse. Nad oleksid usaldatavad asutused kroonide hoiustamiseks. Eesti olemasolevatel pankadel puudub selline usaldatavus. Me oletame, et Eestis eksisteerivad kommertspangad on halvasti kujundatud turumajandusele ülemineku tarvis. Välispangad toovad sisse uut tehnikat ja teadmisi finantsasjadest, millest on Eestis praegu puudus. Need pangad võivad pakkuda ka teenuseid krooni vahetamisel välisvaluutaks.

Rubla saatus: Pärast neid ettevõtmisi siseneb uus kroon ringlusesse praeguse rubla kõrvale. Keegi ei ole Eestis sunnitud kroone kasutama, välja arvatud maksude maksmiseks, mis näitab,

et kroon on Eesti seaduslik maksevahend. Suur osa majandusest lülitub kiiresti krooni kasutamisele arvestusühikuna, kuna see on palju kindlam kui rubla. Nüüd on iga üksiku ettevõtte või maaomaniku asi otsustada, kas nad soovivad maksta palka või saada renti kroonides või rublades. Kommertspangad otsustavad samuti, kas nad lubavad hoiustajatele muuta olemasolevad rublaarved krooniarveteks. Siiani me eeldame, et eksisteerib avalik valuutaturg ja inimestel on võimalus vahetada rublasid kroonideks või vastupidi. Nüüdsest ei ole enam seda probleemi rublades maksmisel, mis oli Nõukogude süsteemi ajal, kus vaba (must) valuutaturg oli "hõre" ja ametivõimude poolt tagakiusatud. Käesolev hüperinflatsioon elimineerib rubla suure tõenäosusega lähemas tulevikus. Niisiis laheneb rubla probleem sellisel moel.

Eesti keskpank: Käesolevaks ajaks on Eesti keskpank loodud. Me arvame, et seda asutust ei ole vaja luua täielikuks keskpangaks Lääne arusaamade järgi. Tal ei tohiks olla kommertspankade reservi loomise või kõrvaldamise võimu. Me soovitame, et ta võiks selle asemel olla Eesti rahasüsteemi reguleeriv organ. Samuti võiks ta oma majja võtta Eesti Valuutafondi Tallinna kontori.<sup>21</sup>

Eesti Valuutafondi müntimistulu: Eesti Valuutafond teenib iga-aastast tulu oma obligatsioonidelt. Tekkinud kasumi võib anda kas Rootsi valitsusele või jätta Eesti Valuutafondile. Meile meeldiks näha müntimismaksu Eesti Teadusuuringute Fondi

---

<sup>21</sup> Juhul kui Eesti keskpank alustab tegeliku keskpangana, on ikkagi veel võimalik pöörduda valuutafondi süsteemi.

tugirahana. Viimane oleks sarnane fondile, mis kord juba loodi Rootsi Riksbank'i poolt tema rahatähtede emissioonist saadud kasumiga. Eesti Teadusuuringute Fond võiks toetada Eesti üliõpilasi ja teadureid sotsiaalteadustes ja eriti majandusteaduses. Teadusuuringute Fondi võiks juhtida iseseisev organ, milles on ka Eesti Valuutafondi esindajad.

Eesti Valuutafondi mõju palkadele ja hindadele Eestis: Eesti Valuutafondi ülesehitus põhineb fikseeritud vahetuskursil Eesti ja Rootsi rahade vahel. Kasutades seda kurssi ankruna, kehtestuvad nominaalpalgad ja hinnad Eestis. Keegi ei tea praegusel etapil, millised võiksid olla õiged palgad ja hinnad, seetõttu ei saa me teha ühtegi ettepanekut "korrektsete" palkade ja hindade kohta tulevikus. Turustiimulitel tuleks lasta vabalt kujundada palku ja hindu. Uus Eesti raha võib omakorda kiirendada seda protsessi. Mõned palgad ja hinnad võivad kehtestuda lühiajaliselt valesti, kuid läbi turu katse-eksimumuste protsessi korrigeeruvad vead iseenesest.

### 3.2. Kuidas juhtida Eesti Valuutafondi?

Valuutafondi on lihtne juhtida. Endistel valuutafondidel on tavaliselt olnud personali 10 inimest või alla selle. Nad on saavutanud personali kokkuhoiu sõlmides kontoritöö ja investeerimistoimingute teostamise kokkuleppeid väljapoole. NÜÜd kirjeldame Eesti Valuutafondi juhtimist.

Vahetamise poliitika: Eesti Valuutafondi ülesandeks on valmis olla oma paberraha ja müntide vahetamiseks esimesel nõudmisel ja fikseeritud kursiga Rootsi valuutaks (või vastupidi) nii Tallinna kui Stockholmi kontorites. Suure hulga Rootsi paberraha ja müntide hoidmine vähendaks fondi kasumit ja seetõttu ei oleks fondil võimalik investeerida seda raha tulutoovatesse väärtpaperitesse. Valuutafond võiks samahästi proovida tegutseda kommertspankade kaudu. Ta võiks samuti aktsepteerida ja Rootsi valuutat välja maksta tšekkide või elektroonilise rahaülekande eest.

Klientuur: Nii Eesti rahvas kui ka pangad peaksid saama ajada asju otseselt Eesti Valuutafondiga. Mõned Briti kolooniate valuutafondid ajasid asju vaid pankadega, et vähendada oma personalivajadust. Siiski tundub olevat mittevajalik ja ebaõiglane diskrimineerida rahvast sel moel. Enamusele inimestest jääb igal juhul võimalus vahetada raha pankade kaudu. Seda näitas Lääne-Aafrika Valuutafondi kogemus, kui see läks üle vaid pankadega asjaajamiselt ka rahvaga asjaajamisele. Inimestelt vahetamine tekitab teatud konkurentsi pankadele ja kindlustab, et nende lõiv vahetustelt reservvaluutasse jääb madalaks, muutes

ühtlasi sideme kahe valuuta vahel tihedamaks.

Vahetuse alam- ja ülempiir: Oma teeninduskulude vähendamiseks ei vahetanud paljud valuutafondid summasid alla teatud miinimumi. Briti kolooniate valuutafondidele oli tavaliselt piiriks £ 1000 väiksematele fondidele nagu Jamaical ja Barbadosel või £ 10 000 suurematele nagu Lääne-Aafrika Valuutafond. Miinimum hoidis ära enamuse inimeste isikliku asjaajamise valuutafondiga ja vähendas fondi vajadust ametnike järele. Sellegipoolest oli miinimum küllalt madal, et mitte olla märkimisväärseks tõkkeks neile pankadele, kes soovisid ajada asju valuutafondiga, või valuutavahetuse eramaakleritele. Rahvale jäi võimalus vahetada valuutafondi paberraha ja müntide väiksemaid koguseid välisvaluutaks pankade kaudu.

Me teeme ettepaneku mitte kasutada alampiiri Eesti Valuutafondi puhul. Sellega me soovime tugevdada inimeste usaldust süsteemi vastu. Rahvas peaks teadma, et valuutafond on alati valmis takistusteta vahetama Eesti ja Rootsi raha.

Samuti ei tohiks olla mingit ülempiiri Rootsi valuuta või tema enda ringluses oleva paberraha ja müntide hulgale, mida Eesti Valuutafond nõustub vahetama. Ühelgi endisel valuutafondil ei ole kunagi olnud vahetuse ülempiiri, kuna see võiks kahjustada täielikku konverteeritavust reservvaluutasse, mis ju ongi valuutafondi süsteemi eesmärk.

Vahendustasu: Mõned valuutafondid on võtnud vahendustasu 1/8 - 1 % igalt vahetuselt. (Põhja-Venemaa fond võttis näiteks lõivu 1%.) Teistel fondidel oli vahendustasu vahemik ja suurtelt vahetustelt võtsid nad väiksemat vahendustasu või ei võtnud üldsegi. Meie soovitame, et Eesti Valuutafond ei võtaks mingit

vahendustasu. Vahendustasu tooks fondile väikest tulu. Veel enam, vahendustasu vallandab sideme reservvaluutaga, eriti lühikese tähtajaga väärtpaperite vahetuses, ja toob sisse ujuva kursi efekti, kuigi vaid kitsas ulatuses. Vähesed fondid, märkimisväärselt Ida-Aafrika Valuutafond oma eksisteerimise lõpupoole, manipuleerisid vabalt vahendustasu määradega, et mõjutada vahetuse voogusid. Senikaua, kuni valuutafondi eesmärgiks on fikseeritud vahetuskursi säilitamine ja seeläbi kulutult vahetuskursi riski kõrvaldamine, ei ole mingit mõtet püstitada tõkkeid oma raha ja Rootsi valuuta vahetusele. Vahendustasu mitteomamise ühiskondlik kasu kaalub suuresti üle fondi rahalise kasu vahendustasu omamisest. Pealegi võib Eesti Valuutafond teenida suuremat tulu oma aktivatelt Rootsi obligatsioonides.

Kontorid: Valuutafondil peaks olema peakontor Tallinnas, Eesti pealinnas, ja võibolla mõned harukontorid teistes Eesti suuremates linnades. Peakontor sooritab suurema osa asjaajamistest, kuna tema asukohas teevad pangad kõige rohkem kliiring-operatsioone. Harukontoritel või agentidel on peamiselt raha turvalise hoidmise roll. Tegelike osakondade omamine ei ole hädavajalik. Selle asemel võib väljaspool Tallinna kasutada kommertspanku kui valuutafondi agente. (Sarnaselt Briti Lääne-Aafrika Pangale Lääne-Aafrika Valuutafondi puhul.) Nagu märgiti eelmises peatükis, peaks Eesti Valuutafond omama kontorit ka Stockholmis, et korraldada asjaajamist Rootsis.

Juhtimine: Eesti Valuutafondil peaks olema väike direktorite nõukogu, et teostada kontrolli fondi asjaajajate üle. Tüüpiliseks suuruseks endistel valuutafondidel oli 5 direktorit. Direktorite

nõukogu ja asjaajajate õigused jäävad küllalt piiratuks; neil ei ole mingit keskpangaga sarnast mõju rahapoliitikale. Et teha direktorite nõukogu nii sõltumatuks poliitilisest survest kui see on võimalik, peaks direktorite amet olema tähtajaline. Veelgi enam, pool nõukogu liikmetest peaksid olema Rootsi kodanikud, kelle määrab Rootsi valitsus.

Personal: Fondi personal täidab kahte funktsiooni: vahetab paberraha ja münte Rootsi valuutaks ja investeerib oma aktiivaid Rootsi valuutas denomineeritud kõrgetasemelistesse väärtpaberitesse. Raha vahetus nõuab vaid vähesel hulgal pangateenistujaid. Investeeringud nõuavad samuti vähesel arvul finantsoperatsioonide eksperte ja senikaua kuni fond järgib traditsioonilist investeerimise praktikat, on tema kulutused väiksemad, võrreldes kommertspankadega sama portfolio<sup>22</sup> suuruse juures. Fondi aktiivaid tuleks hoida sobivas asutuses Rootsis, näiteks Riksbank'is' (Rootsi keskpangas) või Rootsi Riigikassas.

Reservide koosseis: Fond peaks hoidma oma reserve vaid Rootsi valuutas denomineeritud kõrgekvaliteedilistes obligatsioonides<sup>22</sup>. Ta ei tohiks hoida Eesti rahas denomineeritud aktiivaid, kuna see võiks avada võimaluse keskpanga tüüpi operatsioonideks. Sel juhul saaks panga reserve välja vahetada, pakkudes kohalikus rahas väärtpabereid fondi välisvaluutas aktiivate vastu. Valuutafondi õigus hoida kohalikus rahas denomineeritud aktiivaid oli üheks teguriks, mis tõukas teiste hulgas ka Ida-Aafrika ja Lõuna-Rodeesia valuutafonde

---

<sup>22</sup> Me käsitleme võimalikke erandeid sellest reeglist järgmises osas.

<sup>\*</sup> Portfolio - siin väärtpaberite kombinatsioon panga aktivas. (Tõlkija)

täielikeks keskpangadeks muutumise teele.

Peale keskpangandusse viiva tee avamist võib kohalikus rahas aktive hoidmine olla ka ohtlik, nagu näitas Põhja-Venemaa Valuutafondi kogemus. Põhja-Venemaa Fondi poliitikaks oli 25 % reserve hoidmine kohaliku valitsuse obligatsioonidena. Kui punaarmee lõi põgenema Põhja-Venemaa valitsuse, jättis see muidugi täitmata oma kohustused obligatsioonide suhtes. Briti valitsus, kes oli paberraha peamine valdaja, kaotas selle tagajärjel 15,5 miljonit rubla.

See, et kõik Eesti Valuutafondi aktivad peaksid olema denomineeritud Rootsi valuutas, ei tähenda, et fond saab osta ainult Rootsis väljastatud väärtpabereid. Eurovaluuta turu tohutu kasv viimastel aastatel on viinud paljusid valitsusi ja ettevõtteid väljastama välisvaluutas denomineeritud väärtpabereid. Selleks, et hoida ära Eesti Valuutafondi kaasatõmbamist Eesti valitsuse finantseerimise poliitikasse, ei tohiks lubada fondil hoida Eesti valitsuse väärtpabereid.

Reservid ja tähtajad: Eesti Valuutafondi põhikirjas või vastavate seadustega oleks soovitav määratleda, millist tüüpi aktivatesse tohib investeerida ja milline võib olla nende maksimaalne tähtaeg. Tõenäolisteks variantideks on Rootsi valitsuse obligatsioonid, kõrgekvaliteedilised ettevõtte väärtpaberid ja Eurovaluuta laenud. Fondi investeringute portfolio keskmine tähtaeg peaks olema lühike. Pikaajaliste fikseeritud intressimääraga obligatsioonide väärtus kõigub suuresti olenevalt intressimäära muutusest. Nii näiteks kandsid osa Briti kolooniate valuutafonde suuri kahjumeid naelsterlingi laenude intressimäära äkilise kasvu tõttu. Viimase põhjustasid

suur inflatsioon ja Briti naela devalveerimise ootus.

Briti kolooniate valuutafondid jaotasid sageli oma investeringud "likviidsesse reservi" ja "investeeringu reservi". Likviidne reserv, mis koosnes väärtpaberitest tähtajaga alla kahe aasta, oli reeglina 30 % kogu reservidest. Investeeringu reserv, koosnedes pikema tähtajaga väärtpaberitest, moodustas ülejäänud osa reservist sellise arvestusega, et valmis olla üldsuse esimesele nõudmisele fondi paberraha ja müntide järgi. Kuna intressimäärad ja järelikult ka väärtpaberite hinnad on tänapäeval palju heitlikumad võrreldes sellega, mis nad olid valuutafondide tippajal sajandi esimesel poolel, peaks likviidne reserv tõenäoliselt tänapäeval olema vähemalt 30 %. Endised valuutafondid hoidsid pikaajalise tähtajaga väärtpabereid selleks, et saada kõrget intressimäära. Kuid alates Bretton Woods'i rahasüsteemi kokkuvarisemisest makstakse ka lühiajaliste väärtpaberite pealt kõrget intressimäära.

Kulud: Otsustades endiste valuutafondide kogemuse järgi, ei oleks kulud suuremad kui 1 % aktivest ja võivad olla keskmiselt mitte üle 0,5 % kogu aktivest. Peamine kulu on paberraha trükkimine ja müntide vermine. (Nagu varem märgitud, ei tohiks Eesti Valuutafondi paberraha ja münte trükkida Eestis.) Järgmine suurem kulu on palgad; rent, varustus ja ülejäänud kulud on väikesed.

Kasum: Fondi kasumiks on Rootsi reservaktivatelt teenitud laenutulude ja kulude vahe. Pärast fondi poolt kõigi algsete laenude tasumist peaks see säilitama 10 % reservidest, et kaitsta end väärtpaberite hoidmisest tuleneva kapitali kahjumi eest, nagu tegid enamuse Briti koloniaalfonde. Ta peaks panema kogu kasumi

reservi, kuni see on täis, ja tegema ka tulevikus sama, kui lisareserv peaks iganes langema alla 10 %. Me soovime, et kogu ülejäänud kasum tuleks üle kanda Eesti Teadusuuringute Fondi.

### 3.3. Kuidas tagada Eesti Valuutafondi?

Kuigi valuutafondi süsteemil oli suur majanduslik edu selle sajandi alguses, eksisteerivad tänapäeval valuutafondid vaid mõnes kohas endisest 60 riigist. Tähelepanuväärsemad valuutafondi süsteemi näited on tänapäeval Hongkong ja Singapur. Valuutafondide kadumise põhjuseks oli poliitilise iseseisvuse puudumine, mis ei võimaldanud neil ära hoida keskpangaks muutumist. Uue valuutafondi keskpangaks ümbertegemise kahtlused õonestaksid välismaa soovi investeerida sellele maale, mis ohustab konverteeritavuse ühte peamist tugisammast. Seepärast me pakume selles osas lahendusi, mis hoiaksid ära Eesti Valuutafondi endiste fondide saatusest. Meie ettepanekud saab kokku võtta järgnevalt: seotus (kohustus), usaldatavus ja konkurents. Nad on üksteist täiendavad; igaühte saaks kasutada eraldi või koos teistega.

Fond kohustub ostma ja müüma forvardeid\* fikseeritud kursiga. Macao keskpank viis sisse forvardite turu oma rahaühikule, patacale Macao reservvaluuta, Hongkongi dollari suhtes. Forvardite pakkumine suurendas pataca külgetõmbavust Hongkongi dollarile, millest kujunes palju suurem ja likviidsem turg kui pataca forvardid kolmandate valuutade suhtes. Eesti Valuutafond saab suurendada oma raha külgetõmmet Rootsi valuutale samasuguse praktikaga.

Fondi usaldatavus tugevneb, kui me eraldame selle võimalikest Eesti valitsuse manipuleerimise katsetest. Üheks

---

\* Forvard - väärtpaberite etteostu tehing, mis annab võimaluse neid hiljem omandada. (Tõlkija)

lahenduseks on Valuutafondi Nõukogusse mõne Rootsi kodakondsusest direktori kuulumine, kelle nimetab ametisse Rootsi valitsus (vastavalt Lisas I pakutule). Näiteks vaid kolm Liibüa Valuutafondi direktorit kaheksast olid Liibüa kodakondsusest, ülejäänud olid Suurbritannia, Prantsusmaa, Itaalia ja Egiptuse kodakondsed ja valitud oma maa valitsuste poolt.

Teiseks teeks fondi usaldatavuse parandamisel on Rootsi kaasatõmbamine fondi ja selle aktive hoidmine Rootsis, samas ka selgesõnalisus, et fondi aktivad kuuluvad vaid fondile ja mitte Eesti valitsusele. Ida- ja Lääne-Aafrika valuutafondide peakorterid asusid enamuse nende eksisteerimisajast Londonis<sup>23</sup>. Üheks võimaluseks usaldatavuse loomisel oleks ka märge Eesti Valuutafondi rahatähtedel, et need on konverteeritavad Rootsi valuutaks fikseeritud kursiga.

Konkurents suurendab Eesti Valuutafondi huvi fikseeritud vahetuskursi hoidmiseks. Eestlastel oleks võimalus kasutada lepingutes ja mujal iga valuutat, milles nad vastastikku kokkuleppele jõuavad. Näiteks võiks lubada Rootsi rahatähtede ja müntide ringlemist üheaegselt Eesti Valuutafondi omadega. Fondi raha konverteeritavus Rootsi valuutasse tuleks teha vahetuskursiga 1:1.

Selleks, et Eesti Valuutafond oleks otseses konkurentsisis, peaks lubama maksevõimelistel pankadel lasta ringlusesse fondi

---

<sup>23</sup> Kui valuutafondi ei ole võimalik finantseerida annetusega Rootsi valitsuse poolt, võiks valuutafondi välja müüa erasektorile oksjonitel, kas siis kindla ajaperioodi jooksul või pidevalt. Harold Demsetz (1968) põhjendas, toetudes kasulikkuse analüüsile, et erasektori panusetegijad sooviksid maksta just niipalju, et välja tõmmata fondis akumulatuuriv monopoolne kasum.

rahatähtedega konkureerima oma pangatähti. Sarnaselt fondi rahatähtedele võiksid ka pangatähed olla vahetatavad Rootsi valuuta vastu fikseeritud vahetuskursiga. Seega oleksid fondi rahatähed ja pangatähed justkui reisiritsekide kaks erinevat liiki, mis ringlevad üheaegselt. See, millist liiki hakatakse kasutama laiemalt, sõltub sellest, kui hästi nad rahuldavad tarbija vajadusi, just nii nagu praegu reisiritsekidega<sup>24</sup>.

On olemas palju ajaloolisi pretseidente sellisest korraldusest. Briti Kariibi kolooniates väljastasid pangad pangatähti, millele ei olnud erilisi reservinõudeid. Pangatähed konkureerisid valuutafondi rahatähtedega kuni 1950. a., mil kohalik valitsus keelas seadusega pangatähtede väljalaske, et saada endale suuremat osa müntimistulust. Hongkongis ei emiteeri valuutafond käesoleval ajal üldse rahatähti. Ta hoiab vaid 105 % USA dollarite reservi, mida kaks pangatähti väljastavat pank peavad hoiustama oma Hongkongi dollari emissiooni katteks. Sotimaal väljastavad kolm kohalikku pank samuti pangatähti hoides 100%-st reservikatet Inglismaa Pangas. Minnes veelgi enam ajas tagasi, on 19. sajandi lõpul 20. sajandi alguses üle 60 maa omanud konkureerivat rahatähtede emissiooni ja küllalt heade tulemustega. Sama oli Rootsis ajavahemikul 1832 - 1902, mil era-pankade poolt väljastatud pangatähed olid suurema külgetõmbega kui Riksbank'i emiteeritud rahatähed<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup>Majanduslike jõudude kohta, mis juhivad rahatähtede konkureerivat emissiooni, vt Selgin (1988b).

<sup>25</sup> Vaata Jonung (1985).

\* \* \* \*

Täieliku poliitilise sõltumatuse puudumise kõrval oli endistel valuutafondidel veel ka teine üldlevinud viga, mis siiski ei ilmnenud enne 1940. a. lõppu. Viga seisnes selles, et neil ei olnud väljatõõstatud protseduuri oma raha vabastamiseks reservvaluutast, kui viimane muutus ebarahuldavaks. Briti kolooniad devalveerisid oma raha koos Briti naelsterlingiga 1942. a., 1967. a. ja 1971. a., kuna nende valuutafondid olid määratud hoidma fikseeritud vahetuskursi naelaga. Devalveerimine tekitas neile kahju, suurendades kulusid nende majandusarenguks vajalike välismaa kaupade ostuks, näiteks toiduainetele, mida Hongkong importis Hiinast. Briti naela krooniline nõrkus viis Hongkongi, Singapuri, Brunei ja Ida-Kariibi valuutafondid üleminekule naelalt USA dollarile 1970. aastatel.

Reservvaluuta vahetamises ei ole midagi taunimisväärset. Tegelikult on see hädavajalik kui reservvaluuta muutub väga ebastabiilseks, kuna vastasel juhul tekivad valuutafondi maal reservvaluuta maa rahandusprobleemid. Kui fondil on õigus muuta reservvaluutat, siis tuleks see protseduur hoolikalt fikseerida, et ei oleks mingit hilisemat valitsuse otsust, nagu juhtus Hongkongi jm valuutafondidega.

Me soovitame, et Eesti Valuutafondil ei ole lubatud vahetada reservvaluutat enne, kui aastane inflatsioon Rootsis (möödetuna hulgi kaupade hinnaindeksiga), väljub enam kui kahe aasta jooksul -5...25% vahemikust või enam kui kuue kuu jooksul -10...50% vahemikust. Kui inflatsioon ületab neid piire, siis peab fond kas devalveerima või revalveerima oma raha Rootsi valuuta suhtes, kuid mitte rohkem kui Rootsi inflatsioonimäära suurus vastaval

ajaperioodil (kaks aastat või kuus kuud); või valima uue, vähem heitliku reservvaluuta ja fikseerima vahetuskursi sellisena, mis domineeris uue valuuta ja algse reservvaluuta vahel vahetuse momendil. Fondi kasum ja 10 % lisareserv, mida me soovitasime hoida täiendavalt 100 % reservile, aitavad pehendada võimalikku kahju, mis tekib reservvaluuta vahetamisel.

Soovitav on kirjutada tingimus, mis võimaldaks üle vaadata vahetuskurssi Rootsi valuutaga Eesti Valuutafondi põhikirja. See võiks sisaldada ka juhtumit, kui vahetuskursi väärtus muutub liiga kiiresti võrreldes valuutakorviga, milles on esindatud teiste Eesti väliskaubandusele oluliste partnerite valuutad. (Kuigi inflatsioonimäär Rootsis jääb "vastuvõetavatesse" piiridesse.) Me soovime siin eriti rõhutada, et parem on omada selliste probleemide lahendamisel ettekirjutatud protseduuri, mis on üldsusele teada kui juhuslikku *ad hoc* lahendust, mida kasutasid endised valuutafondid.

#### 4. Kokkuvõte ja järeldused.

Eesti seisab praegu iseseisva riigina ühe oma oluliseima otsuse ees. Ta peab otsustama, millist rahasüsteemi kasutada. Rubla kaotab kiiresti oma väärtust. Eesti pank pole avalikustanud oma üksikasjalist plaani stabiilse ja konverteeritava raha loomiseks. Paljude vastvabanenud maade kogemus näitab, et tõenäoliselt ei suuda ükski keskpanga variant tekitada stabiilset ja konverteeritavat raha Eestis. Olles väike ja arenev maa, mis püüab liikuda turumajanduse poole, seisavad Eesti ees suured probleemid oma uuele rahale usutavuse ja usaldatavuse loomisel.

Me soovitame, et Eesti asutaks ühiselt Rootsiga Eesti Valuutafondi. Valuutafondi süsteem, nagu seda kasutati Hongkongis ja mujal, on lihtne ja järeleproovitud vahend hinnastabiilsuse ja majanduskasvu edendamisel.

Eesti Valuutafondil on järgmised eelised: seda saab kiiresti asutada; see võib peaaegu otsekohe lasta ringlusse oma rahatähed, jagades need rahatähed välja igale Eesti elanikule; seda on lihtne juhtida; see loob usaldatava rahasüsteemi, mis vähendab ebakindlust Eesti raha tulevase väärtuse suhtes; ning see avab Eesti Lääne pankadele ja finantsidele.

Kokkuvõtteks, me soovitame Eestil koos Rootsiga astuda järgmisi samme:

1. Asutada Eesti Valuutafond Rootsi valitsuse toetusel algse aktivaga 600 miljonit Rootsi krooni.

2. Eesti Valuutafond emiteerib paberraha ja münte uues Eesti rahas; kroon on võrdne ühe Rootsi krooniga. Paberraha ja mündid jaotatakse vastavalt kehtestatud plaanile igale Eesti elanikule.

3. Vaba kauplemine kõigi valuutadega on lubatud. Igasugused piirangud intressimäärade ja finantsvahendusele on keelatud; lubatud on välismaa kommertspankade vaba sisenemine Eestisse.

4. Eesti keskpank on Eesti Valuutafondi esindaja. Tal ei ole keskpanga funktsioone.

5. Kroon viiakse sisse paralleelse rahana praeguse rubla kõrvale. Fikseeritud kurssi krooni ja rubla vahel ei kehtestata. Lõpuks surub kroon rubla ringlusest välja tänu hüperinflatsioonile rublaalas.

Me käsitleme seda liiki rahareformi kui esimest ja otsustavat sammu turumajanduse kehtestamise suunas, mis tekitab kasvu ning progressi taasvabanenud Eestile.

## **LISA I: VALUUTAFONDI SEADUS EESTILE**

Me esitame siin Eesti Valuutafondi seaduse. Antud seaduses on mitmed tunnused, mis esinevad Lääne-Aafrika, Hongkongi, Liibüa, Birma jt. maade valuutafondi seadustes.

### **VALUUTAFONDI SEADUS**

1. Eesti Valuutafond on antud seadusega asutatud Rootsi ja Eesti valitsuste poolt ühiselt. Valuutafondi eesmärk on Eesti raha emiteerimine paberraha ja müntidena ning nende täieliku vahetatavuse säilitamine fikseeritud vahetuskursiga Rootsi valuuta vastu vastavalt paragrahvis 6 näidatule.

2. Valuutafondi asukohaks on Rootsi.

3. a) Valuutafondi juhib kuuest direktorist koosnev nõukogu. Kaks direktorit on Rootsi kodakondsuses ja valitakse Rootsi valitsuse poolt. Neil on vetoõigus. Neli direktorit valitakse Eesti valitsuse poolt.

b) Kvoorumi moodustavad neli direktorite nõukogu liiget, sh vähemalt üks kahest Rootsi valitsuse poolt valitud direktorist. Direktorite nõukogu saab kokku fondi ametlikus asukohas Stockholmis või Eestis, neis paikades nagu otsustatakse. Otsused tehakse häälteenamusega, välja arvatud paragrahvis 15 näidatud juhul.

c) Direktorite nõukogu liikmed valitakse kolmeks aastaks. Neid võib tagasi valida üks kord. Kui direktor peaks ameti maha panema või surema, valib vastav valitsus paragrahvi 3(a) kohaselt

talle järglase ülejäänud tähtaja peale.

4. Direktorite nõukogul on õigus võtta tööle või vallandada Valuutafondi personali ning kehtestada palgad endale ja personalile.

5. Valuutafond väljastab Eesti kroone paberraha ja müntidena. Paberraha peab olema täielikult konverteeritav Rootsi valuutaks. Eesti rahatähed tuleb trükkida väljaspool Eestit.

6. Raha, mille suhtes hoitakse fikseeritud vahetuskurssi, nimetatakse siinjuures reservvaluutaks. Algselt on reservvaluutaks Rootsi kroon ning vahetuskurss on 1 Eesti kroon = 1 Rootsi kroon.

7. Valuutafond ei võta mingit vahendustasu Eesti raha Rootsi valuutaks vahetamisel.

8. Valuutafond alustab tegevust aktivaga, mis on vähemalt 100% tema ringluses olevast paberrahast ja müntidest. Ta hoiab oma aktiivaid väärtpaberites, mis makstakse tagasi vaid Rootsi valuutas, eelkõige Rootsi valitsuse obligatsioonides. Valuutafond ei hoiu väärtpabereid, mis on väljastatud Eesti valitsuse või kohalike omavalitsuste poolt, või viimaste omanduses olevate ettevõtete poolt.

9. Valuutafond paneb kogu puhastulu reservi, kuni tema puutumatud reservid on 110% ringluses olevast paberrahast ja müntidest. Ta kannab 110% reservi säilitamisest üle jääva puhastulu Eesti Teadusuuringute Fondi. Kasumi jaotus toimub kord aastas.

10. Valuutafondi peakontor on Tallinnas. Valuutafond võib asutada osakondi või nimetada esindajaid teistes Eesti linnades oma äranägemise järgi.

11. Valuutafond avaldab direktorite poolt kinnitatud finantsaruande kord kvartalis või sagedamini. Aruandes tehakse teatavaks Valuutafondi hoiustatavate väärtpaberite turuväärtus.

12. Valuutafond emiteerib paberraha ja münte sellistes rahatähtedes, nagu talle näib vajalik olevat.

13. Kui hulgikaupade hinnaindeksi muutus peaks reservvaluuta maal väljuma -5 kuni 25 % piiridest kahe aasta jooksul, või -10 kuni 50 % piiridest kuue kuu jooksul, siis peab Valuutafond 60 päeva jooksul, kas:

a) devalveerima (kui indeksi muutus on negatiivne) või revalveerima (kui indeksi muutus on positiivne) oma raha reservvaluuta suhtes, kuid mitte rohkem kui oli indeksi muutuse suurus eelpool nimetatud perioodil, või

b) valima uue reservvaluuta ja fikseerima vahetuskursi sellisena, nagu see on uue valuuta ja algse reservvaluuta vahel sel hetkel.

14. Kui Valuutafond otsustab vastavalt paragrahvile 13(b), siis ta peab vahetama kõik oma reservaktivad väärtpaberiteks, mis makstakse välja uues reservvaluutas.

15. Valuutafondi ei saa laiali saata ja tema aktivaid üle kanda järglasorganisatsioonile muidu, kui direktorite nõukogu ühehäälselt otsusega.

## LISA II. VASTUVÄITED VALUUTAFONDILE

Me esitasime antud ettekandes rida valuutafondi eeliseid, põhjendades, miks võiks fond olla vastuvõetav lahendus Eesti rahaprobleemide lahendamisel. Kas meie ettepanekul puuduseid siis ei olegi? Me käsitleme nüüd lühidalt mõningaid valuutafondi lahenduse vastu tõusetunud väiteid.

1950. ja 1960. aastatel väideti, et valuutafondil on teatud puudused võrreldes keskpangaga. Viimased teooriad on selle kriitika tähtsust kummutanud või vähendanud, kuid siiani ei eksisteeri ühtegi otseselt ümberlukkavat kirjutist ning seetõttu käsitleme lühidalt antud kriitikat siin<sup>26</sup>.

Arvustajad väidavad, et valuutafond ei jäta ruumi sekkuvale rahapoliitikale; et see paneb majanduse kasvades rahapakkumise deflatsiooniliselt tööle ning, et 100 %-line välisvaluuta reservi nõue jätab valuutafondi ilma tegelike ressursside kokkuhoiust, mis osutuks võimalikuks osalise reserviga keskpanga süsteemis.

Lühim vastus väitele, et valuutafond ei jäta ruumi sekkuvale rahapoliitikale, oleks - see on tõesti nii. Valuutafondi eesmärgiks on teostada automaatset rahapoliitikat ja mitte sekkuvat. Majandusteadlased on praegu palju skeptilisemad kui 1950. ja 1960. aa., sekkuva rahapoliitika võimalustest mõjutada edukalt majanduskasvu. "Ratsionaalsete ootuste" koolkonna majandusteadlased on viinud oma kolleegid arusaamisele, et ükskõik millist süsteemset poliitikat keskpanga pankurid ka ei teostaks, võivad teised inimesed seda ette arvata ja oma kasumit

<sup>26</sup> Parimad arvustavad seisukohad on esitatud Analyst (1953), Hazlewood (1954), Nevin (1961) ja Basu (1971). Nende ümberlukkamist vt. Greaves (1953) ja eriti Ow (1986).

taotleva käitumisega elimineerida.

Kaasaegne lähenemine keskpanga uurimisel on rõhutanud sõltumatu keskpanga loomisest tulenevat kasu, kui soovitakse parandada makromajanduslikku olukorda. Antud argument on toetuseks ka valuutafondi lahendusele.

Sekkuva rahapoliitikaga seotud kriitika, mis tuleneb peamiselt majandusliku mõtte Austria koolkonnast, väidab, et tegemist on tsentraalse planeerimise ühe vormiga, mis tekitab samad raskused nagu näiteks põllumajandustoodangu tsentraalne planeerimine. Tsentraalne planeerimine surub maha osa hinnasignaale, mis tõkestamata turul avaksid informatsiooni neile, kes teavad, kuidas seda õieti tõlgendada. Rahasüsteemis on neist signaalidest kõige olulisemad pangareservi muutused. Maksebilansi või üldsuse käes oleva paberraha ja müntide hulga muutused käivitavad ahela alates muutustest pangareservides, seejärel rahapakkumises, intressimääras ja lõpuks tulus, nagu me näitasime eelpool. Sekkuv poliitika, et olla oma nime vääriline, peab püüdma läbi suruda majanduse kohanemist uue tasakaalu poole. Sellega ta teeb siiski kohanemise palju pikemaks ja kulukamaks<sup>27</sup>.

Väide, et rahapakkumine valuutafondiga maal töötab deflatsiooniliselt majanduse kasvu puhul, on korrektne teatud rangete eelduste puhul, kuid omab vähest praktilist tähtsust. Valuutafondi süsteemi eelduste puhul, millest me rääkisime 2. osas (vt. allviide 9), vajab paberraha ja müntide nõudmise kasv maksebilansi ülejääki, et tekiksid täiendavad reservid, mida vahetatakse valuutafondi kaudu oma maa rahaks. Majanduskasvu

---

<sup>27</sup> Selle argumenti esitas Selgin (1988b).

puhul peab esinema pidev maksebilansi ülejääk, et paberraha ja müntide pakkumine suureneks sama kiiresti kui nõudmine. Püsiv ülejääk on ebatõenäoline, mis tähendab, et tasakaalu või puudujäägi korral kasvab paberraha ja müntide pakkumine aeglasemalt kui nõudmine, põhjustades hindade languse. Langust ei esineks kui paberraha ja müntid oleksid end fikseeritud vahetuskursiga sidunud keskpanga kohustused, kuna keskpank hoiab vaid osalisi reserve. (Ja vastupidisel juhul, millist kriitikat pole valuutafondile kunagi esitatud, so. majanduslanguse puhul valuutafondiga maal, on raha pakkumine inflatsiooniline.)

Need lihtsustatud eeldused kehtivad haruharva kui üldse kunagi kehtivad. Majanduskasv vaesel maal, nagu on olnud enamuse valuutafondi maid, on üldiselt suure kapitali sissevooluga, mis tasakaalustab tema jooksva arve puudujääki. Lisaks võimaldab rahvusvaheline harupangandus jaotada oma reserve reservvaluuta ja valuutafondi maa vahel selliselt, et nad võivad korvata suure osa nende kahe maa vaheliste maksebilansi muutuste mõjudest (ja see laieneb kõigile maadele, kus on olemas osakonnad). Rahvusvaheliste pankade kogureservid on samad, olgu hoiustajaks klient reservvaluuta maalt või klient valuutafondi maalt.

Valuutafondiga maade majanduses on esinenud väike deflatsioon, mille põhjustas paberraha ja müntide nõudmise kasv. Ainuke näide, millest me oleme teadlikud, esines Hongkongis 1984.a. alguses. Mõned kuud enne seda taastas Hongkong valuutafondi süsteemi. Hiina uue aasta ajal suurenes nõudmine rahatähtede järele, kuna seal on kombeks teha kingitusi rahas. Suurenenud nõudmine rahatähtede järele mõjutas pangareserve ja intressimäära ligikaudu kahe nädala jooksul, misjärel see taandus

oma endisele tasemele. Pangad said oma õppetunni: järgnevate aastavahetuste ajal hoidsid nad käepärast tavalisest suuremaid reserve ning tulemusena oli mõju intressimäärale väike<sup>28</sup>.

Viimane oluline valuutafondi süsteemi kriitika seisneb selles, et 100 % välisvaluuta reservi nõue jätab valuutafondi maa majanduse ilma reaalistest ressurssidest, mis on saadaval osalise reserviga süsteemi puhul. Majandusteadlased, kes uurisid seda probleemi 1950.aa., väitsid, et 30-50 % valuutafondi reserve on üleliigsed, kuna esineb kindel paberraha ja müntide minimaalne kogus, mida inimesed hoiavad ja mis ei tule kunagi fondi tagasi väljamaksmiseks. Ülearused reservid on niisiis valuutafondi süsteemi kulu, kuna seda oleks võinud kasutada importkaupade ostmiseks, mis suurendaks majanduses olemasolevaid kaupu.

Siin tekib esiteks küsimus, kas need arvutused on korrektsed<sup>29</sup>. Jättes selle kõrvale, käsitlegem niisiis väidetavate kulude olemust. Kui me liigsed reservid ära kulutame, on nad läinud ja me ei saa mingit laenutulu. Valuutafondi reservid, aga vastupidi, annavad laenutulu, kuna fond investeerib neid välisvaluutas aktivatesse. Tulevasel intressimaksete vool on ekvivalentne ajaldatud väärtus\*. Liigsete reservide ja intressimaksete ajaldatud väärtuse vahe on valuutafondi süsteemi tõeline kulu. Teise võimalusena on võimalik arvestada liigsete reservide laenutulu, mida need võiksid anda, kui need oleks sisemaal laenuks antud ja võrrelda seda valuutafondi laenutuluga

---

<sup>28</sup> Selgin (1988a).

<sup>29</sup> Birnbaum (1957).

\* Ajaldatud väärtuse all mõistetakse erinevatel ajaperioodidel saadava tulu ümberarvutamist võrreldavaiks. Intressitoova rahaühiku potentsiaalne väärtus on suurem kui jõude seisval samasuurel rahaühikul. (Tõlkija)

välisvaluutas aktivevatelt. Vaid siis, kui ajaldatud väärtus kaupadele, mida oleks saanud importida on märkimisväärselt suurem kui valuutafondi laenutulu ajaldatud väärtus (so. sisemine intressimäär on märkimisväärselt kõrgem kui välismaine intressimäär võrreldavate laenude puhul), on valuutafondi süsteem kulukam kui osalise reserviga süsteem.

Isegi siis, kui me vaatame laiemalt, võib valuutafondi süsteem olla vähem kulukas võrreldes osalise reserviga keskpangaga. Valuutafondi süsteem pakub usaldatavuse ja ettearvatuse sellist taset, mida keskpangal on raske saavutada. Järelikult ergutab valuutafondi süsteem investeringuid, eriti välisinvesteringuid suurema tõenäosusega kui keskpang ja tulemusena ka püsivat majanduskasvu. Meie arvates on valuutafondil Eestile suur eelis luues otsekohe usaldatavuse, mida Eesti oma aja loo antud momendil väga vajab.

### LISA III. RAHA PAKKUMISE ANALÜÜS

Antud lisa minnakse üksikasjalikumaks võrreldes põhitekstiga, et näidata seost maksebilansi muutuste ja sisemise rahapakkumise vahel valuutafondi süsteemis. Me kasutame ahel- ja bilansiskeeme. Ahelskeem näitab sündmuste jada, samal ajal kui bilanss näitab lihtsustatud bilansiaruandeid vastavatel majandussubjektidel valuutafondi süsteemi puhul (vt. joonis 1, 2, 3)<sup>30</sup>.

Tüüpiline valuutafondi bilanss näeb välja järgmine:

#### A. Valuutafondi süsteem

Joonis 1  
VALUUTAFOND

| Aktiva                     | Passiva             |
|----------------------------|---------------------|
| Välisvaluutas väärtpaberid | Paberraha ja mündid |
|                            | Puhasväärtus        |

---

<sup>30</sup> Järgnev seletus on võetud paljus Greenwood'ilt (1981) ja (1983).

Tüüpiline kommertspanga bilanss valuutafondi süsteemis näeb välja järgmine:

**Joonis 2**  
**KOMMERTSPANGAD**

| <b>Aktiva</b>                                | <b>Passiva</b>     |
|--|--------------------|
| Valuutafondi paberraha ja mündid<br>(reserv) | Üldsuse hoiused    |
| Laenud ja investeringud                      | Aktsionäride omand |

Üldsuse bilanss näeb välja selline (Üldsuse all mõistetakse kogu finantssektorit välja arvatud valuutafond ja kommertspangad):

**Joonis 3**  
**ÜLDSUS**

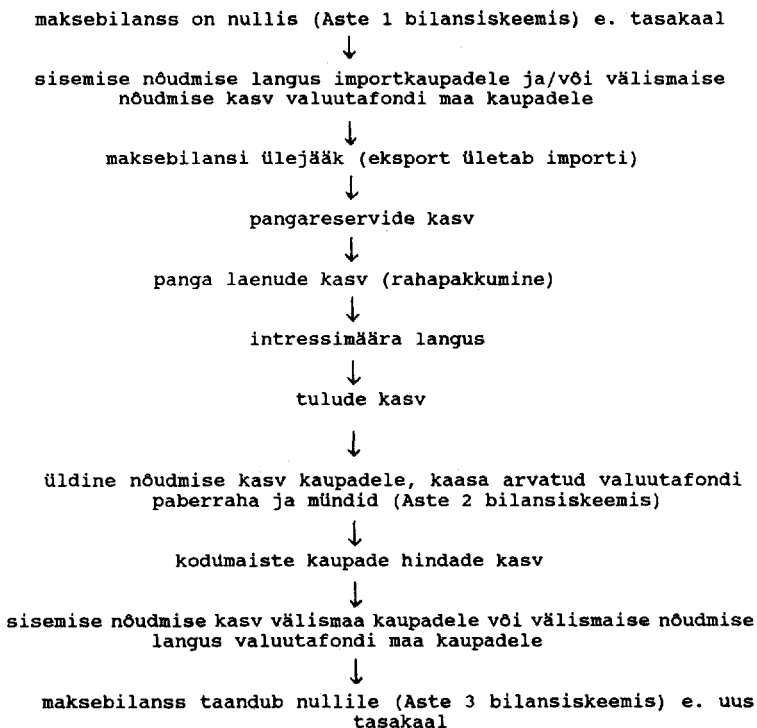
| <b>Aktiva</b>                    | <b>Passiva</b> |
|----------------------------------|----------------|
| Pangahoiused                     | Pangalaenu     |
| Valuutafondi paberraha ja mündid | Puhasväärtus   |

Raha kogupakkumine on vasakpoolne (aktiva) osa üldsuse bilansis.

Alustame oma analüüsi aheldiagrammiga (joonis 4). Alustuseks on maksebilanss tasakaalus ja eksport võrdub impordiga. Seejärel me paneme süsteemi liikuma tekitades maksebilansi ülejäägi. Ülejäägi toime läbib valuutafondi süsteemis joonisel 4 näidatud astmed. Pange tähele, et valuutafondil on selgepiiriline funktsioon joonisel 4 kirjeldatud sündmuste ahelas - see astub tegevusse vaid astmel "Üldise nõudmise kasv kaupadele, kaasa arvatud valuutafondi paberraha ja mündid".

Vaatame seda staadiumi lähemalt ning selgitame seost kommertspankade ja valuutafondi vahel antud sündmuste ahelas. Selleks kasutame bilansse (vt. joonis 5, 6 ja 7). Kasutame oletuslikke arve sündmuste illustreerimiseks. Olgu aste 1 (lähtepunkt) situatsioon, kus maksebilanss on nullis e. tasakaalus. Lihtsuse mõttes me ei arvesta puhasväärtust valuutafondi bilansis, aktsionäride omandit kommertspankade bilansis ja pangalaene ning puhasväärtust ülduse bilansis. Oletame, et need on nullis. Oletame, et pankade soovitud hoiuste-reservi suhe on 50:1 ja üldsuse soovitud hoiuste-sularaha (paberraha ja mündid) suhe on 10:1 (vt. joonis 5). Näites nimetame valuutafondi maa raha krooniks. Valuutafondil on algselt välja lastud 600 krooni.

#### Joonis 4



#### Joonis 5

##### VALUUTAFOND - ASTE 1

Aktiva

Passiva

---

|                            |     |                     |     |
|----------------------------|-----|---------------------|-----|
| Välisvaluutas väärtpaberid | 600 | Paberraha ja mündid | 600 |
|----------------------------|-----|---------------------|-----|

KOMMERTSPANGAD - ASTE 1

| Aktiva                           | Passiva         |      |
|----------------------------------|-----------------|------|
| Valuutafondi paberraha ja mündid | Üldsuse hoiused | 5000 |
| (reservid) 100                   |                 |      |
| Laenud ja investeringud 4900     |                 |      |

ÜLDSUS - ASTE 1

| Aktiva                    | Passiva |  |
|---------------------------|---------|--|
| Pankade hoiused           | 5000    |  |
| Valuutafondi paberraha ja |         |  |
| mündid 500                |         |  |

RAHA KOGUPAKKUMINE = 5500

PANKADE HOIUSED-RESERVI SUHE = 5000:100 = 50:1 (tasakaal)

ÜLDSUSE HOIUSED-SULARAHA SUHE = 5000:500 = 10:1 (tasakaal)

Olgu nüüd maksebilansi ülejääk 12 krooni välisvaluutas, mida üldsus hoiustab kohalikes pankades (vt. joonis 6). Siiani me eeldasime lihtsuse mõttes, et pangad hoiavad kõiki reserve valuutafondi paberrahas ja müntides ning vahetavad välisvaluutat Eesti raha vastu valuutafondis. (Nad saavad vahetada reservvaluutat fikseeritud kursiga ja teisi valuutasid üldise turukursiga). Fondi aktiva ja passiva muutuvad 12 krooni võrra

suuremaks võrreldes aste 1-ga. Pangareservid muutuvad 12 krooni suuremaks ja üldsuse hoiused ka 12 krooni suuremaks võrreldes aste 1-ga. Ka raha pakkumine on 12 krooni suurem võrreldes aste 1-ga. See on aste 2.

#### Joonis 6

##### VALUUTAFOND - ASTE 2

| Aktiva                     |     | Passiva             |     |
|----------------------------|-----|---------------------|-----|
| <hr/>                      |     |                     |     |
| Välisvaluutas väärtpaberid | 612 | Paberraha ja mündid | 612 |

##### KOMMERTSPANGAD - ASTE 2

| Aktiva                           |      | Passiva         |      |
|----------------------------------|------|-----------------|------|
| <hr/>                            |      |                 |      |
| Valuutafondi paberraha ja mündid |      | Üldsuse hoiused | 5012 |
| (reservid)                       | 112  |                 |      |
| Laenud ja investeeringud         | 4900 |                 |      |

##### ÜLDSUS - ASTE 2

| Aktiva                    |      | Passiva |    |
|---------------------------|------|---------|----|
| <hr/>                     |      |         |    |
| Hoiused pankades          | 5012 |         |    |
| Valuutafondi paberraha ja |      |         |    |
| mündid                    | 500  |         |    |
|                           |      |         | 78 |

RAHA KOGUPAKKUMINE = 5512 (suurenemine = 12)

PANKADE HOIUSED-RESERVI SUHE = 5012:112 = 44,75:1

(tasakaalust väljas)

ÜLDSUSE HOIUSED-RESERVI SUHE = 5012:500 = 10,024:1

(tasakaalust väljas)

Pange tähele, et pankade hoiuste-reservi suhe on 44,75:1 (aste 2), mis on väiksem nende poolt soovitud suhtest 50:1 (aste 1). Pöörake tähelepanu ka üldsuse hoiuste-sularaha suhtele 10,024:1 (aste 2), mis on suurem nende poolt soovitud suhtest 10:1 (aste 1). See tähendab, et pangad suurendavad oma laene ja üldsus suurendab oma sularaha kogust, et taastuksid algsed aste 1-s antud suhted. Nad teevadki nii aste 3-s ning saavutavad uue tasakaalu, kus rahapakkumine on 110 krooni enam kui aste 1-s (vt. joonis 7).

#### Joonis 7

##### VALUUTAFOND - ASTE 3

| Aktiva                     |     | Passiva             |     |
|----------------------------|-----|---------------------|-----|
| Välisvaluutas väärtpaberid | 612 | Paberraha ja mündid | 612 |

##### KOMMERTSPANGAD - ASTE 3

| Aktiva                           |      | Passiva         |      |
|----------------------------------|------|-----------------|------|
| Valuutafondi paberraha ja mündid |      | Üldsuse hoiused | 5100 |
| (reservid)                       | 102  |                 |      |
| Laenud ja investeringud          | 4998 |                 |      |

ÜLDSUS - ASTE 3

| Aktiva                              | Passiva |
|-------------------------------------|---------|
| Hoiused pankades                    | 5100    |
| Valuutafondi paberraha ja<br>mündid | 510     |

RAHA KOGUPAKKUMINE = 5610 (suurenemine = 110)

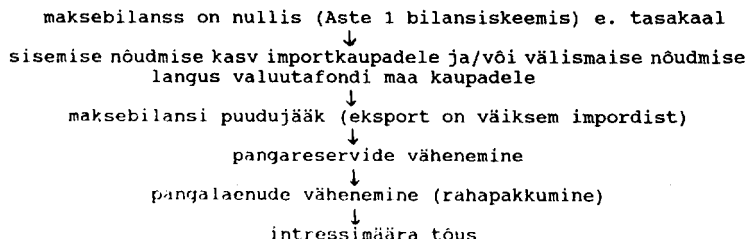
PANKADE HOIUSED-RESERVI SUHE = 5100:102 = 50:1 (tasakaal)

ÜLDSUSE HOIUSED-SULARAHA SUHE = 5100:510 = 10:1 (tasakaal)

Vastavalt näidatule, püüavad kommertspangad saavutada oma soovitud hoiuste-reservi suhet ja üldsus püüab saavutada oma soovitud hoiuste-sularaha suhet, mis viib valuutafondi süsteemi maksebilansi ülejäägi ilmunisel tagasi tasakaalu. Valuutafond reageerib nende tegevusele "automaatselt" tänu oma 100 % reservimäärale ja fikseeritud vahetuskursile välismaa reservvaluutasse.

Maksebilansi puudujäägi tekkimisel toimib rahapakkumise protsess alljärgnevalt (vt. joonis 8).

**Joonis 8**



↓  
tulude langus

↓  
üldine nõudmise langus kaupadele, kaasa arvatud valuutafondi  
paberraha ja mündid (Aste 2 bilansiskeemis)

↓  
kodumaiste kaupade hindade langus

↓  
sisemise nõudmise langus välismaa kaupadele ja/või välismaise  
nõudmise kasv valuutafondi maa kaupadele

↓  
maksebilanss taandub nullile (Aste 3 bilansiskeemis) e. uus  
tasakaal

Alustades jällegi tasakaalust aste 1-s, on bilansid järgnevad  
(vt. joonis 9):

#### Joonis 9

#### VALUUTAFOND - ASTE 1

| Aktiva                     |     | Passiva             |     |
|----------------------------|-----|---------------------|-----|
| <hr/>                      |     |                     |     |
| Välisvaluutas väärtpaberid | 600 | Paberraha ja mündid | 600 |

#### KOMMERTSPANGAD - ASTE 1

| Aktiva                           |      | Passiva         |      |
|----------------------------------|------|-----------------|------|
| <hr/>                            |      |                 |      |
| Valuutafondi paberraha ja mündid |      | Üldsuse hoiused | 5000 |
| (reservid)                       | 100  |                 |      |
| Laenud ja investeringud          | 4900 |                 |      |

ÜLDSUS - ASTE 1

Aktiva

Passiva

---

|                                     |      |
|-------------------------------------|------|
| Pangahoiused                        | 5000 |
| Valuutafondi paberraha ja<br>mündid | 500  |

RAHA KOGUPAKKUMINE = 5500

PANKADE HOIUSED - RESERVI SUHE = 5000:100 = 50:1 (tasakaal)

ÜLDSUSE HOIUSED - SULARAHA SUHE = 5000:500 = 10:1 (tasakaal)

Olgu nüüd maksebilansi puudujääk 12 krooni. Üldsus maksab välismaalastele kaupade eest 12 krooni enam, kui välismaalased maksavad üldsusele. Välismaalased aktsepteerivad makseid vaid välisvaluutas, kui valuutafond hoiab kogu välisvaluutat finantssüsteemis, siis inimesed vahetavad 12 krooni oma sularahast välisvaluutaks. Selleks nad võtavad välja 12 krooni oma panga hoiuarvetelt valuutafondi paberrahas. Järelikult muutub pankade reserv 12 krooni väiksemaks võrreldes aste 1-ga. Inimesed vahetavad Eesti raha välisvaluutaks valuutafondi fikseeritud kursiga, mistõttu fondi aktiva ja passiva väheneb 12 krooni võrra võrreldes aste 1-ga. Jõuame aste 2-ni (vt. joonis 10).

Joonis 10

VALUUTAFOND - ASTE 2

| Aktiva                     |     | Passiva             |     |
|----------------------------|-----|---------------------|-----|
| Välisvaluutas väärtpaberid | 588 | Paberraha ja mündid | 588 |

KOMMERTSPANGAD - ASTE 2

| Aktiva                           |               | Passiva         |      |
|----------------------------------|---------------|-----------------|------|
| Valuutafondi paberraha ja mündid |               | Üldsuse hoiused | 4988 |
|                                  | (reservid) 88 |                 |      |
| Laenud ja investeringud          | 4900          |                 |      |

ÜLDSUS - ASTE 2

| Aktiva                    |            | Passiva |  |
|---------------------------|------------|---------|--|
| Pangahoiused              | 4988       |         |  |
| Valuutafondi paberraha ja |            |         |  |
|                           | mündid 500 |         |  |

RAHA KOGUPAKKUMINE = 5488 (vähenemine = 12)

PANKADE HOIUSED - RESERVI SUHE = 4988:88 = 56,68:1

(tasakaalust väljas)

ÜLDSUSE HOIUSED - RESERVI SUHE = 5988:500 = 9,976:1

(tasakaalust väljas)

Pange tähele, et kommertspankade hoiuste-reservi suhe on 56,68:1 (aste 2), mis on suurem kui soovitud suhe 50:1 (aste 1). Pöörake samuti tähelepanu, et üldsuse hoiuste-sularaha suhe on 9,976:1 (aste 2), mis on väiksem soovitud suhtest 10:1 (aste 1). See tähendab, et pangad vähendavad oma laene ja üldsus vähendab oma sularaha kogust. Tehes selliselt, aste 3-s saavutatakse uus tasakaal, kus raha pakkumine on 110 krooni väiksem kui aste 1-s (vt. joonis 11).

#### Joonis 11

##### VALUUTAFOND - ASTE 3

| Aktiva                     |     | Passiva             |     |
|----------------------------|-----|---------------------|-----|
| Välisvaluutas väärtpaberid | 588 | Paberraha ja mündid | 588 |

##### KOMMERTSPANGAD - ASTE 3

| Aktiva                           |      | Passiva         |      |
|----------------------------------|------|-----------------|------|
| Valuutafondi paberraha ja mündid |      | Üldsuse hoiused | 4900 |
| (reservid)                       | 98   |                 |      |
| Laenud ja investeringud          | 4802 |                 |      |

ÜLDSUS - ASTE 3

Aktiva

Passiva

---

|                                     |      |
|-------------------------------------|------|
| Pangahoiused                        | 4900 |
| Valuutafondi paberraha ja<br>mündid | 490  |

RAHA KOGUPAKKUMINE = 5390 (vähenemine = 110)

PANKADE HOIUSED - RESERVI SUHE = 4900:98 = 50:1 (tasakaal)

ÜLDSUSE HOIUSED - SULARAHHA SUHE = 4900:490 = 10:1 (tasakaal)

Samamoodi kui maksebilansi ülejäägi puhul, püüavad pangad ka nüüd saavutada soovitud hoiuste-reservide suhet ja üldsus püüab saavutada oma soovitud hoiuste-sularaha suhet, mis viib valuutafondi maksebilansi puudujäägi ilmumisel tagasi tasakaalu.

Tähelepanu tuleb pöörata kahele olulisele momendile valuutafondi süsteemi kohanemisprotsessis. Esiteks, turujõud ja mitte keskpang panevad süsteemi tööle; see on täiesti "automaatne", vähemalt senikaua, kuni valuutafond toimib. Teiseks, kuna vahetuskurss on fikseeritud, siis vahendus ilmneb täielikult rahahulga, intressimäära ja maksebilansi muutuste kaudu ja mitte vahetuskursi läbi.

Sellest aspektist on valuutafondi süsteem sarnane kullastandardile või kullakursi standardile. Fikseeritud vahetuskurss valuutafondi raha ja reservvaluuta vahel teeks kaupade vahetuse kahe maa vahel väga tihedaks, kui tõkked omavaheliseks kaubanduseks on väiksed. Üldine hinnamuutuste

tempo, näidatuna hulgikaupade hinnaindeksiga, ei erineks nende kahe maa vahel palju. Intressimäär oleks üldjoontes mõlemal maal sama kui ei oleks selliseid tegureid nagu maksud või tajutud risk<sup>31</sup>, mis teeb laenamise ühel maal kulukamaks. Valuutafondi maade kogemus toob selle meile esile. Hongkongis näiteks, järgivad selle intressimäär ja eksportkaupade hinnad tihedalt USA omi, sellest ajast alates, kui Hongkong sidus oma raha USA dollariga.

Eelpool toodud valuutafondi rahapakkumise mehhanism oli lihtsustatud mõnede meie poolt tehtud eeldustega. Kui me kaotame kõik eeldused, väljaarvatud valuutafondi paberraha ja müntide vahetus pangahoiuste vastu fikseeritud suhtega, siis muutub side maksebilansi ja raha pakkumise vahel vähem otseseks. On isegi võimalik, et rahapakkumise muutused valuutafondi süsteemi puhul toimuvad vastupidiselt maksebilansi muutustele. See on siiski täiesti vastuvõetav. Ei ole mingit põhjust, miks rahapakkumine tänapäeva osalise reserviga pangasüsteemis peaks olema jäigalt seotud maksebilansiga, kui teised tegurid viivad rahapakkumist samaaegselt teises suunas. Hongkongis ja Singapuris on olnud maksebilansi puudujääk aastakümneid, samal ajal kui nende sisemine rahapakkumine ühtesoodu kasvas, kuna nad meelitasid ligi suure välisinvesteeringute voo.

---

<sup>31</sup> See sisaldab riski, et maksebilansi ülejääk või puudujääk võib ahvatleda valuutafondi maad kehtestama erinevaid vahetuskursse reservvaluutasse. Näiteks pärast naasmist valuutafondi süsteemi 1983.a., Hongkongi maksebilansi ülejääk Ameerika Ühendriikidega ajendas mõttekäiku, et Hongkongi valitsus võib revalveerida Hongkongi dollarit oma reservvaluuta, USA dollari, suhtes. Kui sai selgeks, et Hongkongi valitsus ei revalveeri, siis arvamuse surve kadus ja intressimäär Hongkongis, mis oli langenud küllaltki madalale võrreldes USA intressimääraga, nihkus lähemale USA omale.

Sellise olukorra arengut loodame ka Eestis. See kehtib ka Rootsi kohta kullastandardi perioodil enne 1914. a.<sup>32</sup>

Paljud täiendavad tegurid, mis võivad komplitseerida meie analüüsi, ei tohi varjutada olulist momenti: kasumi ja kahjumi turujõud määravad ja piiravad rahapakkumise suurenemise valuutafondi maal. Senikaua kuni on kasumlik investeerida raha valuutafondi maale, võrreldes muu maailmaga (arvestades inflatsiooni, vahetuskursi riski ja ülekandekulusid), suurendavad pangad valuutafondi maal oma laene. Nad on võimelised seda tegema, kuna välisinvesteeringud tulevad sisse ja toovad täiendavaid reserve pangasüsteemi. Kui pangad on suurendanud oma laene sellises ulatuses, et täiendavad laenud oleksid vähem kasumlikud kui raha investeerimine välismaale, siis nad ei tee enam laene ja seega rahapakkumise kasv kaob. Kui on kasumlikum investeerida raha välismaale kui valuutafondi maale, siis kaotab valuutafondi maa reserve, pangad hakkavad vähendama oma laene, et säilitada oma maksevõimet ja seega väheneb rahapakkumine. Valuutafondi osa kõiges selles on täielikult passiivne: ta ainult vahetab paberraha ja münte reservvaluutaks ja vastupidi, vastavalt üldsuse ja pankade nõudmisele.

#### B. KESKPANCA SÜSTEEM

Valuutafondi süsteemi puhul oli lähtepunktiks, meie rahapakkumise suurenemise sündmuste ahelas, importkaupade nõudmise langus valuutafondi maal. Muutused importkaupade nõudmises lähtuvad turust ja on inimeste vajaduste muutumise tulemus.

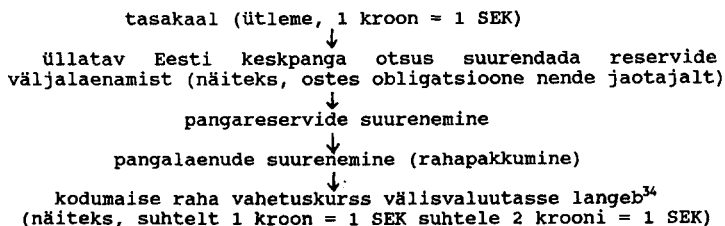
---

<sup>32</sup> Vt. Jonung (1984).

Keskpanga süsteemis on lähtepunktiks keskpanga otsus panga reservide väljalaenamise suurendamiseks. See otsus lähtub turust. Siit tulenevalt saabki keskpank tegutseda vastupidiselt valuutafondi süsteemile.

Diagrammina näeb sündmuste ahel üllatava<sup>33</sup>, s.o. ootamatu rahapakkumise suurenemise puhul välja järgmiselt (vt. joonis 12):

### Joonis 12



Et tuua selgemalt välja erinevus valuutafondi süsteemist, jätame kõrvale erinevate ajategurite mõju. Kui me eeldame, et nominaalhinnad kohanevad väga kiiresti, jättes reaalhinnad samaks, siis keskpanga otsuse ainsaks tulemuseks on vahetuskursi langus. Realistlikuma eelduse korral, et osa nominaalhindu ei muutu kiiresti tänu "jäikusele" või "inertsile", omab keskpanga tegevus tegelikku mõju majandusele. Loomulikult ongi see keskpanga sekkuva poliitika eesmärk ujuva vahetuskursi puhul. Ülaltoodud juhtumil võiks keskpanga tegevuse tõenäoline tulemus olla kodumaiste kaupade hindade langus võrreldes välismaa

<sup>33</sup>Me käsitleme vaid üllatuse juhtumit hoidmaks ära raskusi, mis on seotud ootustega.

<sup>34</sup>See on Ameerika terminoloogia. Standartne Euroopa terminoloogia käsitleb seda tõusuna.

kaupadega ja seega ajutine ekspordibuum. Üldsuse bilanss näeb keskpanga süsteemis välja samasugune kui valuutafondi süsteemis. Kuid valuutafondi bilanss näeb keskpangaga võrreldes erinev välja (vt. joonis 13 ja 14).

**Joonis 13**  
**VALUUTAFOND**

| <b>Aktiva</b>              | <b>Passiva</b>                      |
|----------------------------|-------------------------------------|
| Välisvaluutas väärtpaberid | Paberraha ja mündid<br>Puhasväärtus |

**Joonis 14**  
**KESKPANK**

| <b>Aktiva</b>              | <b>Passiva</b>                         |
|----------------------------|--|
| Välisvaluutas väärtpaberid | Pangapiletid ja mündid                 |
| Kodumaised väärtpaberid    | Kommertspankade hoised<br>Puhasväärtus |

Lisaks välisvaluutas denomineeritud väärtpaberite hoidmisele aktivatena võib keskpank hoida ka kodumaises rahas denomineeritud väärtpabereid. Tegelikuses hoiavadki paljud keskpangad, sh USA-s, Jaapanis ja Saksamaal enam kodumaiseid väärtpabereid kui välismaiseid. Hüpotetiliselt on võimalik, et kui keskpank ei sekku valuutaturugu, siis ei ole tal vaja üldse hoida välismaa

väärtpabereid. Pangapiletite ja müntide ning puhasväärtuse kõrval sisaldavad keskpanga passivad samuti kommertspanga hoiuseid keskpangas. Erinevalt valuutafondist aktsepteerib keskpank hoiuseid. Neid hoiuseid käsitletakse kommertspankade reservina. Kommertspankade bilanss valuutafondi süsteemis on järgmine (vt. joonis 15):

**Joonis 15**

**KOMMERTSPANGAD - (VALUUTAFONDI SÜSTEEM)**

| Aktiva                                    | Passiva            |
|---|--------------------|
| Valuutafondi paberraha ja mündid (reserv) | Üldsuse hoiused    |
| Laenud ja investeringud                   | Aktsionäride omand |

Keskpanga süsteemis on kommertspankade bilanss järgnev (vt. joonis 16):'

**Joonis 16**

**KOMMERTSPANGAD - (KESKPANGA SÜSTEEM)**

| Aktiva                                       | Passiva            |
|--|--------------------|
| Keskpanga pangapiletid ja ja mündid (reserv) | Üldsuse hoiused    |
| Hoiused keskpangas (reserv)                  | Aktsionäride omand |
| Laenud ja investeringud                      |                    |

Võrreldes valuutafondi süsteemiga on keskpanga süsteemis

lisandunud hoiuste element. Sellegipoolest ei ole bilansi seisukohalt olulist erinevust 1) fikseeritud valuutakursiga valuutafondi süsteemi maksebilansi ülejäägi ja 2) ujuva vahetuskursiga keskpanga laenupakkumise suurenemise vahel. (Selleks, et aru saada, miks ei ole olulist erinevust, kujutlege, et keskpangas ei ole kommertspanga hoiuseid ning kommertspangad hoiavad kõiki oma reserve keskpanga pangapiletite ja müntide vormis.) Laiemad tagajärjed majandusele on siiski äärmiselt olulised.

Sündmuste ahel rahapakkumise vähenemisel näeb välja keskpanga süsteemis järgmine (vt. joonis 17):

#### Joonis 17

tasakaal (ütleme, 1 kroon = 1 SEK)



üllatav keskpanga otsus vähendada reserve pakkumist (väljalaeenamist) (näiteks, müües osa hoitavatest obligatsioonidest)



pankade reservi vähenemine



pangalaenu vähenemine (rahapakkumine)



kodumaise raha vahetuskursi välisvaluutas tõus<sup>35</sup>

(ütleme, suhtelt 1 kroon = 1 SEK suhtele 0,5 krooni = 1 SEK) - uus tasakaal

<sup>35</sup> Standartne Euroopa terminoloogia käsitleb seda lausena.

Jätame jällegi skeemis kõrvale ajateguri ja eeldame, et nominaalhinnad kohanevad väga kiiresti, jättes reaalhinnad muutumatuks. Keskpanga otsuse ainsaks tulemuseks on nüüd vahetuskursi tõus. Kui osa nominaalhindu on jäigad, siis on keskpanga tegevuse tõenäoline tulemus kodumaiste kaupade hindade tõus võrreldes välismaa kaupadega, ning järgnev ekspordi vähenemine.

## KIRJANDUS

"Analyst." (1953), "Currency and Banking in Jamaica." Social and Economic Studies, v. 1, pp. 41-53.

Basu, S. K., (1971), A Review of Current Banking Theory and Practice. Calcutta: Macmillan.

Birnbaum, Eugene A., (1957), "The Cost of a Foreign Exchange Standard or of the Use of a Foreign Currency as the Circulating Medium." International Monetary Fund Staff Papers, v. 5, no. 3, Feb., pp. 477-91.

Blowers, G. A., and McLeod, A. N., (1952), "Currency Unification in Libya." International Monetary Fund Staff Papers, v. 2, no. 3, Nov., pp. 439-67.

Bordo, M. D., and Jonung, Lars, (1987), The Long-Run Behaviour of Velocity. The International Evidence. Cambridge University Press.

Chalmers, Robert C., (1893), A History of Currency in the British Colonies. London: Eyre and Spottiswoode for HMSO.

Clauson, G. L. M., (1944), "The British Colonial Currency System." Economic Journal, v. 54, no. 213, April, pp. 1-25.

Collyns, Charles, (1983), Alternatives to the Central Bank in the Developing World. Occasional paper no. 20. Washington: International Monetary Fund.

Demsetz, Harold, (1968), "Why Regulate Utilities?" Journal of Law and Economics, v. 11, no. 1, April, pp. 55-65.

Dowd, Kevin, ed. Forthcoming. The Experience of Free Banking. London: Routledge.

Edo, Michael E., (1975), "Currency and Banking Legislation in the Arabian Peninsula." International Monetary Fund Staff Papers, v. 22, no. 2, July, pp. 510-38.

Greaves, Ida C., (1953a), Colonial Monetary Conditions. London: HMSO.

Greenwood, John G., (1981), "Time to Blow the Whistle." Asian Monetary Monitor (Hong Kong), v. 5, no. 4, July-Aug., pp. 15-33.

Greenwood, John G., (1983a), "How to Rescue the HK\$: Three Practical Proposals." Asian Monetary Monitor (Hong Kong), v. 7, no. 5, Sept.-Oct., pp. 11-39.

Greenwood, John G., (1983b), "The Stabilisation of the Hong Kong Dollar." Asian Monetary Monitor (Hong Kong), v. 7, no. 6, Nov.-Dec., pp. 9-37.

Greenwood, John G., (1984), "Why the HK\$/US\$ Linked Rate System Should Not Be Changed." Asian Monetary Monitor (Hong Kong), v. 8, no. 6, Nov.-Dec.

Greenwood, John G., and Gressel, Daniel L., (1988), "How to Tighten Up the Linked Rate Mechanism." Asian Monetary Monitor (Hong Kong), v. 12, no. 1, Jan.-Feb., pp. 2-13.

Gressel, Daniel, (1989), "Soviet Macroeconomic Imbalances During Perestroika." Unpublished manuscript, GT Capital Management, San Francisco.

Hanke, Steve H., and Schuler, Kurt (1990), "Keynes's Russian Currency Board." In Steve H. Hanke and Alan A. Walters, eds., Capital Markets and Development. San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

Hanke, Steve, and Walters, Alan A., (1990), "Reform Begins with a Currency Board." Financial Times, February 21.

Hanke, Steve H., and Schuler, Kurt (1991b), "The Ruble and Europe's Immigration Bomb." The Political Economy in Perspective. Boston: H. C. Wainwright and Co., November 20.

Hanke, Steve H., and Walters, Alan A., (1991a), "Confidence and the Liberal Economic Imperative." In Steve H. Hanke and Alan A. Walters, eds., Capital Markets and Development. San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

Hanke, Steve H., and Walters, Alan A. (1991b), "Financial and Capital Markets in Developing Countries." In Steve H. Hanke and Alan A. Walters, eds., Capital Markets and Development. San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press.

Hazlewood, Arthur, (1954b), "The Economics of Colonial Monetary Arrangements." Social and Economic Studies, v. 3, nos. 3-4, Dec., pp. 291-315.

Hetzl, Robert, (1990), "Free Enterprise and Central Banking in Formerly Communist Countries." Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, July.

International Monetary Fund, (1990), International Financial Statistics Yearbook 1990. Washington: International Monetary Fund.

Jonung, Lars, (1979), "Knut Wicksell and Gustav Cassel on Secular Movements in Prices", Journal of Money, Credit and Banking, no. 2.

Jonung, Lars, (1984), "Swedish Experience under the Classical Gold Standard 1873-1913". In M. D. Bordo and A. Schwartz, eds. The Classical Gold Standard in Retrospective. University of Chicago Press/National Bureau of Economic Research.

Jonung, Lars, (1987), "The Economics of Private Money. The Experience of Private Notes in Sweden 1831-1902". Mimeo, September 1985. Presented at the Western Economic Association conference in Vancouver, July 7-11.

King, Frank H. H., (1957), Money in British East Asia. London: HMSO.

Kratz, Joachim W., (1966), "The East African Currency Board." International Monetary Fund Staff Papers, v. 13, no. 2, July, pp. 229-55.

Kydland, Finn E., and Prescott, Edward C., (1977), "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." Journal of Political Economy, v. 85, no. 3, June, pp. 473-92.

Loynes, J. B., (1962), The West African Currency Board 1912-1962. London: West African Currency Board.

Marx, Karl, and Engels, Friedrich, (1848/1948), The Communist Manifesto. New York: International Publishers.

Nelson, William Evan, (1984), "The Imperial Administration of Currency and British Banking in the Straits Settlements, 1867-1908." Ph. D. dissertation, Duke University.

Nevin, Edward, (1961), Capital Funds in Underdeveloped Countries. New York: St, Martin's Press.

Newlyn, W. T., and Rowan, D. C., (1954), Money and Banking in British Colonial Africa. Oxford: Clarendon Press.

Ow, Chwee Huay, (1985), "The Currency Board Monetary System - The Case of Singapore and Hong Kong." Ph. D. dissertation, The Johns Hopkins University.

Persson, T., and Tabellini, G., (1990), Macroeconomic Policy, Credibility and Politics. Chur: Harwood Academic Publishers.

Selgin, George A., (1988a), "A Free Banking Approach to Reforming Hong Kong's Monetary System." Asian Monetary Monitor (Hong Kong), v. 12, no. 1, Jan.-Feb., pp. 14-24.

\_\_\_\_\_. (1988b), The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue. Totowa, N.J.: Rowman and Littlefield.

Shannon, H. A., (1951), "Evolution of the Colonial Sterling Exchange Standard." International Monetary Fund Staff Papers, v. 1, no. 3, Apr., pp. 334-354.

Shannon, H. A., (1952), "The Modern Colonial Sterling Exchange Standard." International Monetary Fund Staff Papers, v. 2, no. 2, Apr., pp. 318-362.

Volcker, Paul, (1990), "The Role of Central Banks." In Central & Banking Issues in Emerging Market Economies: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

Walters, Alan A., (1988), "Currency Boards." In John Eatwell, Murray Milgate and Peter Newman, eds., The New Palgrave: A Dictionary of Economics, v. 1, pp. 740-2. Cambridge: Cambridge University Press.

### Järelsõna tõlkijalt.

Käesolev ettekanne on Eesti majandusarengu ühe alternatiivse võimaluse ideekavand. Valuutafondi süsteemis rahakorraldus võimaldab meil stabiliseerida majanduselu kaks tähtsamat tegurit - raha ja hinnad.

Stabiilne ja usaldatav raha kujuneb meie ressursiks. Eesti krooni konverteeritavuse puhul (ja lisaks veel reservidega välismaal), võtame me väliskapitali omanikelt investeerimise hirmu. Me peame arvestama, et me siseneme maailmaturule teatud taustaga. Ükski endistest sotsialismimaadest ei ole suutnud luua kindlat, infleerumata raha. Välisinvesteeringutele on taustaks ka Ladina-Ameerika maade hüperinflatsioon ja laenude tagastamise võimetus. Valuutafondi süsteem võimaldab ühest küljest anda potentsiaalsetele investeeringutele garantii ja teisest küljest loob stabiilse rahandusliku olukorra kõigile.

Võib oletada, et esialgsed arvamused valuutafondi süsteemist on Eestis tugevasti politiseeritud. Oma rahas nähakse rahvusliku uhkuse ja riigi keskpangas riikliku tugevuse sümbolit. Seda need kahtlemata ka on. Kuid raha ja keskpank on osa majandusest ja nende esmane ülesanne on tagada tõhusalt toimiv rahasüsteem. Sellega soovin ma lugeja tähelepanu pöörata enam projekti majanduslikule analüüsile. Siinjuures võiks kõigepealt alustada üldistest küsimustest:

- 1) kas me oleme valmis end allutama valuutafondi süsteemile;
- 2) kas antud projektis pakutav variant sobib Eestile;

3) kas me soovime minna rahaliitu Rootsiiga jne.

Ning seejärel pöörata tähelepanu üksiküsimustele:

4) kas me võime lubada välispankadel vabalt siseneda meie turule;

5) kas on vajalik rubla säilitamine ringluses jne.

Eesti väiksus avab meile võimaluse, mis ei tule Venemaa või Argentiina puhul kõne allagi. Me saame enda raha tagada välisriigi garantiiga. Samas on paljude valuutafondi maade kogemus meile toeks oma rahasüsteemi korrastamisel. Konkreetne ettepanek Rootsi osalemisest annab kiiresti võimaluse Eesti krooni rahvusvaheliselt usaldatavaks tegemisel.

\* \* \* \*

Siinjuures öiendan ma ka mõned tõlkimise iseärasused. Tõlge on tehtud sisule orienteerudes ja ajaga võidu joostes. Teksti lõplikul redigeerimisel parandasin üksikuid lauseid kergemini loetavaiks, mistõttu läks kaduma nende otsene tõlge. Antud projekti sisuline arusaadavus oli kokkuleppel Lars Jonungiga tõlke kõige olulisem eesmärk.

Juhin lugeja tähelepanu järgmisele sõnade kasutamisele:

1) valuutafond (currency board) - Selle asutuse nimeks oleks võinud olla ka rahafond. Antud nimetuse puhul rõhutatakse, et tegemist on välisraha kogumiga, mis garanteerib Eesti raha. Rahafondi puhul tuleks kasutada ka sõnaühendit Eesti Rahafond, mis jätab võimaluse tõlgendada seda ka Eesti kroonide kogumina või muu raha koguva asutusena Eestis. Valuutafondil on ka teatud

paralleel Rahvusvahelise Valuutafondiga.

- 2) Eelmisega seondub ka raha ja valuuta (currency) kasutamine. Siin on püütud eristada antud maa raha ja kõigi teiste riikide raha. Välisriigi raha puhul kasutan sõna "valuuta".
- 3) Paberraha, rahatähed, pangatähed (notes) - Paberraha kasutan valuutafondi puhul ja pangatähti keskpanga puhul. Valuutafond ei ole pank, mida ma soovisin tõlkega ka rõhutada. "Rahatähed" kasutan "paberraha" sünonüümina.
- 4) Müntimistulu (seigniorage) - Silveti sõnaraamatu järgi on müntimismaks, kuid nähtuse olemust kirjeldab paremini "müntimistulu".

Jõudu tööle!

26. jaanuaril Tartus.

Avo Viiol

Tartu, 202 400,

Ülikooli 18,

Tartu Ülikool,

Teadusökonoomika labor.

