

Tartu Ülikool

Majandusteaduskond

Ettevõtetmajanduse instituut

Rahanduse õppetool

Viljar Vahi

**RAHAPOLIITILISED VALIKUD PIKAAJALIST MAJANDUSKASVU
SOOSIVA KESKKONNA LOOMISEL**

Juhendaja: Meelis Angerma

BAKALAUREUSETÖÖ

Tartu 2012

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ “..... 2012. a.

Rahanduse õppetooli juhataja

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(töö autori allkiri)

SISUKORD

Sissejuhatus	5
1. Rahapoliitika, majanduskasv, nendevahelised seosed	7
1.1. Rahapoliitika olemus, valikud	7
1.1.1. Rahapoliitika olemus, teostajad	7
1.1.2. Rahapoliitilised valikud	11
1.2. Majanduskasv ja rahapoliitika	17
1.2.1. Majanduskasvu iseloom, kasvuteooriate ajaloost ja tänapäevast	17
1.2.2. Rahapoliitika rakendamine kasvu soodustamiseks	21
2. Ameerika Ühendriikide ja Austraalia rahapoliitika valikutest pikaajalist majanduskasvu soodustava keskkonna loomisel	30
2.1. Ameerika Ühendriikide majanduse ja rahapoliitika seosed	30
2.2. Austraalia majanduse ja rahapoliitika seosed	39
2.3. Rahapoliitika praktika iseärasused globaalse majanduslanguse tingimustes ...	45
2.4. Järeldused, soovitusel	50
Kokkuvõte	54
Viidatud allikad	57
Lisad	71
Lisa 1. Austraalia majandusnäitajad	71
Lisa 2. USA majandusnäitajad, dünaamika 1980-2011	72
Lisa 3. Austraalia majandusnäitajad, dünaamika 1980-2011	73
Lisa 4. USA keskpanga intressimäärad 1980-2012 (<i>Fed funds rate</i>), %	74
Lisa 5. Austraalia keskpanga intressimäärad 1990-2012 (<i>Cash rate</i>), %	75
Lisa 6. Hiina SKP näitajad, CNY/USD reaalkursi arvutused PPP (<i>purchase price parity</i>) baasil	76
Lisa 7. Hiina ja USA palgastatistika	77

Lisa 8. Algandmed statistiliseks regressioonanalüüsiks vara hindade, USA majandusnäitajate ja USA Föderaalreservi rahapoliitiliste tegevusnäitajate seoste kohta	78
Lisa 9. Statistilise analüüsi tulemused kulla hinna, föderaalreservi varade mahu ja intressimäärade seoste osas	79
Lisa 10. Statistilise analüüsi tulemused nafta hinna, föderaalreservi varade mahu ja intressimäärade seoste osas	80
Lisa 11. Statistilise analüüsi tulemused inflatsiooni, föderaalreservi varade mahu ja intressimäärade seoste osas	81
Summary	82

Sissejuhatus

Globaalse finantskriisi ning sellest tulenevate riikide majanduslanguste tingimustes ei saa alahinnata ühtegi võimalikku meetet, mis toetaks majanduskasvu ning eelkõige pikaajalist kasvu soosiva keskkonna loomist. Kuna keskpankade ning muude rahandusorganisatsioonide rahapoliitiliste tegevuste tulemusena peaks finantssüsteemi stabiilsus ning kaasnev majanduskasv olema lõplik eesmärk, siis selliste organisatsioonide tulemuslik tegevus nimetatud keskkonna loomisel peaks raskustega tegelemisel olema tähelepanu alla võetud esmaste vahendite seas.

Töö eesmärgiks on tuua välja rahapoliitilised tegevused, mille abil on või peaks olema võimalik luua keskkond stabiilseks majanduskasvuks. Töö teises osas püütakse sellistest teguritest lähtuvalt anda hinnang rahapoliitikat teostavate organisatsioonide tegevustele käimasoleva majanduskriisi raames ning hinnata erinevate valikute tulemuslikkust reaalsete näidete baasil.

Töö jaguneb kahe peatüki vahel – esmalt teoreetiline osa, mille alateemadeks on rahapoliitika, selle vahendid, majanduskasv, selle tegurid ning rahapoliitika rakendamine kasvu soodustamiseks. Teine, empiiriline osa jaguneb erinevat majanduskasvu saavutanud riikide näidete analüüsiks ning järelduste ning hinnangute allosaks.

Teoreetilises osas on uurimisülesanneteks esiteks rahapoliitiliste tegevuste ning valikute uurimine ja analüüs, teiseks stabiilset majanduskasvu soosiva keskkonna tingimuste ja tegurite eristamine, kolmandaks kasvuks soodsate rahapoliitiliste tegevuste ja valikute selgitamine.

Erinevate riikide majandust iseloomustavad tingimused, tegurid ja näitajad võivad olla väga erinevad, järelikult ei saa arvatavasti olemas olla ja seega välja pakkuda vaid ühte võimalikku parimat tegevusraamistikku. Seetõttu püütakse ka töö eesmärgi

saavutamisel realistlikult hinnata muuhulgas erinevate riikide gruppide saavutusi ja teha sellepõhjalisi järeldusi.

Töö teises, empiirilises osas analüüsitakse kahe erineva riigi – Ameerika Ühendriikide ja Austraalia rakendatud rahapoliitika meetmeid. Näitena valitud riikide puhul saab kõrvutada erinevast piirkondlikust taustast, suurusest ning rahapoliitiliste valikute erinevustest tulenevaid tegureid. Ameerika Ühendriikide puhul on tegemist globaalselt olulise turujõuga riigiga, mille rahapoliitika on oluliselt mõjutanud ka ülejäänud maailma majandust ning ka rahapoliitikat. Austraalia jällegi on rakendanud Ameerika Ühendriikide praktikast erinevat rahapoliitikat. Erinevate praktikate kõrvutamine võimaldab eeldatavalt leida teid parimate lahendusteni. Analüüsi eesmärgiks on ka võrrelda riikide rakendatud rahapoliitilisi tegevusi ja nende tegevuste tulemusi majanduskasvuks soodsate tingimuste saavutamisel. Selgitatakse erinevate rahapoliitiliste tegevuste ajendeid ja seoseid majanduskeskkonnas toimuvaga ka viimastel aastatel majanduses domineerinud globaalse languse valguses.

Empiirilise osa lõpus tehakse järeldused vastavalt tehtud analüüsile ning pakutakse autoripoolseid tõlgendusi, mis lähtuvad keskpankade soovitud ja tegeliku käitumise erinevustest ning võiksid olla suunatud turuosalistele, kelle majanduslikud huvid võivad olla keskpankade tegevustest mõjutatud.

1. RAHAPOLIITIKA, MAJANDUSKASV, NENDEVAHELISED SEOSED

1.1. Rahapoliitika olemus, valikud

1.1.1. Rahapoliitika olemus, teostajad

Rahapoliitikat seostatakse rahateooria raames eelkõige raha koguse ja pakkumisega, ka on nimetatud rahapoliitika ja rahapakkumise defineerimist sünonüümidena (Lewis, Mizen 2000: 322). Kui rahateooriat defineeritakse teooriate kogumina, mis käsitlevad rahakoguse mõju majandussüsteemile, siis rahapoliitika definitsioon samas kontekstis tähendab poliitikat, mis rakendab keskpanga kontrolli rahapakkumise üle üldiste majanduspoliitiliste eesmärkide saavutamiseks (Johnson 1962: 335). Peale rahapoliitika sisu avamise rahapakkumise kontrolli funktsiooni väljatoomisena ilmestab selline definitsioon ka hästi rahapoliitika seotust teiste võimude poolt teostatavate poliitikatega – rahapoliitikat käsitletakse üldise majanduspoliitika vahe-eesmärgina.

Kui rahapoliitika teenib üldise majanduspoliitika eesmarke, siis tuleks vaadelda ka eesmarke, mis lasuvad rahapoliitikal endal. Rahapakkumise kontrollil peaks olema kaks peaeesmärki: potentsiaalse lähedane toodangumaht ning stabiilne madal inflatsioon (Visokavičienė 2010: 56). Võimalikule lähedane defineering toodangu juures viitab eelkõige võimalikult suurele ning seega ka ajas perioodiliselt järjest suurenevale ehk kasvavale toodangule, seostub selgelt ka antud tööga puudutatava kasvu temaatikaga. Stabiilselt madal inflatsioon iseloomustab eelkõige stabiilset keskkonda majanduses – võib kõrvutada ka pikaajalisuse temaatikaga. Neid kahte kokku pannes saab väita, et rahapoliitika üheseks eesmärgiks on majanduskasv, mis väljendub püsivas pikaajalises toodangu mahu suurenemises ehk stabiilses kasvus.

Peale potentsiaalilähedase toodangu ja madala inflatsiooni võib rahapoliitika eesmärgiks nimetada ka muid soovitavaid majanduslikke tulemusi-näitajaid nagu tööhõive, riikliku maksevahendi vahetuskurss teiste valuutade suhtes, kapitali hind

intressimääradena. Kõiki neid näitajaid ja mõõdikuid võib käsitleda ka kui rahapoliitika vahe-eesmärke, mis aitavad kaasa lõppeesmärgi saavutamisele. Nende valik ja kasutamine sõltub iga konkreetse riigi rahapoliitikast ja ei saa olla seega üheselt käsitletavad. Vahe-eesmärke ja rahapoliitika instrumente käsitletakse sügavamalt töö järgmises alapeatükis.

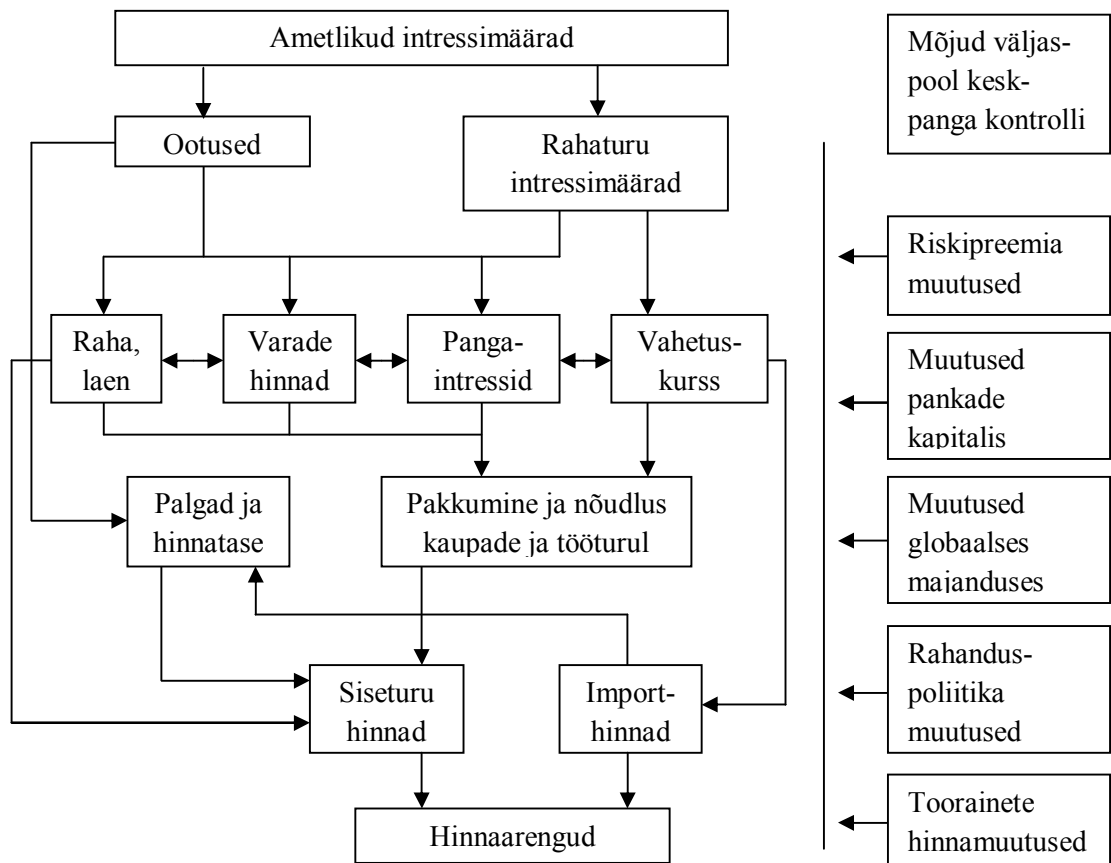
Ajalooliselt on keskpangad rahaloomeasutustena suhteliselt noored ning rahapoliitika teostajatena veelgi nooremad nähtused. Esimesed keskpangad moodustati koloniaalajastul – Rootsi Riigipank (*Sveriges Riksbank*) 1668 ja Inglise Pank (*Bank of England*) 1694 – ja valitsustest sõltumatute asutustena on nad tegutsenud umbes sadakond aastat (Bordo 2012). Keskpankade muutumine kaasaegseteks rahapoliitika teostajateks tähendaski peamiselt riiklike võimukandjate loobumist rahaloomeasutuste juhtimisest. Ka selle viimase, sõltumatute asutustena tegutsemise perioodi vältel on toimunud rida muutusi keskpankade toimimispõhimõtete seas (kullastandard, reserveid ja rahakoguse juhtimine, vahetuskursside juhtimine ja inflatsiooni juhtimine) (Frankel 2010: 14).

Vahemärkusena olgu märgitud, et ajaloolises plaanis on keskpankade muutumine sõltumatuteks rahapoliitika teostajateks kinnitanud olulisele kohale ka rahapoliitika eesmärgi stabiilsuse taotlemisel. Näiteks Ameerika Ühendriikide (edaspidi kasutatud peamiselt lühendit USA) keskpanga, Föderaalreservi ellukutsumine tingis muuhulgas ka vajadus ühtse ja elastse raha järele, mis tasandaks sesoonsed, tsüklilised ja muud ebastabiilsust tekitavad mõjud majandusest (Bordo 2012).

Muutused keskpankade toimimisel esinevad jätkuvalt ka praegusel ajal. Nii kuidas finantsinnovatsioon on muutnud mitmekülgsemaks ja keerukamaks majandusprotsesse, on sellega kaasnevad nähtused järjest raskemaks muutnud keskpankade funktsioneerimist rahapakkumise juhtimisel ja rahapoliitika teostamisel. Raha- ja krediidiloome arenemisel on tekkinud lisaks keskpanga kontrollitavale pangandussektorile sektor, mis ei sobitu enam keskpankade kontrollisfääri – varipangandus. Tegemist on investeerimispankade, fondide kogumiga, milles pöörleva rahamassi kogus ulatub erinevatel andmetel kuni kümnete triljonite USA dollariteni (Rezende 2011: 23). Kuna selline majandusprotsesside areng ja muutumine on tinginud

keskpankade tegevuste muutumise ning kuigi eesmärk on jäänud samaks, siis rahapoliitika teostamise vahe-eesmärgid ja instrumendid on pidevas muutumises.

Rahapoliitikat teostavate asutuste eesmärke käsitledes ei saa vaatlemata jätta ka mehhanisme, mille abil poliitikat ellu viiakse. Protsessi, mis iseloomustab rahapoliitiliste otsuste majanduslike tagajärgede, eelkõige hinnataseme, kujunemist, nimetatakse ülekandemehhanismiks (*transmission mechanism*) (Introduction... 2012). Ülekandemehhanismi üldist toimimist Euroopa Keskpanga poolt juhitud rahapoliitika valdkonnas iseloomustab joonis 1. Erinevate protsessietappide vahesid iseloomustavad pikad, muutuvad ja ebakindlad ajalised nihked ning on võrdlemisi keeruline ennustada rahapoliitika täpset mõju majandusprotsessidele ning hinnatasemele (*ibid*, 2011).



Joonis 1. Rahapoliitiliste otsuste ülekandemehhanism (Introduction... 2012).

Ülekandemehhanismi detailne toimimine sõltub kindlasti ka rakendatava rahapoliitika iseloomust ja vahendite valikust. Euroopa Keskpank on oma rahapoliitiliseks eesmärgiks seadnud inflatsiooni juhtimise tee. Rahapoliitika, mille eesmärgiks on

näiteks vahetuskursi juhtimise tee, ülekandemehhanismi peaks selgitama teistsugune skemaatiline joonis. Kuivõrd rahapoliitilisi valikuid käsitletakse detailsemalt töö järgnevas alapeatükis, on selline vahemärkus oluline vältimaks eksitust, justkui ülekandemehhanismi kirjeldus piirnekski vaid toodud skeemiga.

Rahapoliitika on üks osa üldisest majanduspoliitikast, selle otsused ning tulemused on oluliselt mõjutatavad arengutest valdkondades, mis ei kuulu rahapoliitika teostajate kontrolli alla. Ülekandemehhanismi kujutavalt skeemilt võib aru saada rahapoliitika seotusest eelkõige fiskaalpoliitikas tehtavate otsustega (küsimustega, mis puudutavad võimude otsuseid maksunduse ja eelarve küsimustes), seetõttu peab hindama, kas on võimalik pikaajalist majanduskasvu soodustava keskkonna loomisel käsitleda rahapoliitikat eraldi teistest poliitikatest, eelkõige fiskaalpoliitikast.

Mitmed autorid (Hallet *et al* 2010: 20-21; Bennett, Loayza 2001: 325) märgivad raha- ja fiskaalpoliitiliste võimude koostöövajadust efektiivsust tagavate otsuste langetamisel. Woroniecka-Leciejewicz näitab aga oma töös, et rahapoliitika (reaalintressimäära) ja fiskaalpoliitika (eelarvedefitsiit suhtena SKP-sse) instrumentide mõju hindamisel SKP kasvule ja inflatsioonile saab väita, et esimesena mainitud autorite väljatoodud Nashi tasakaalu olukord ja saavutatud mitte pareto-optimaalsus on vaid üks võimalik lahendus. Nimetatud kahe poliitika instrumentide hindamisel kolme (piirava, neutraalse ja laieneva) strateegia tingimustes on tulemuseks enamusel juhtudel pareto-optimaalne lahendus ning saab väita, et keskpanga sõltumatus rahapoliitika kujundamisel võib viia efektiivsete lahendusteni (Woroniecka-Leciejewicz 2010: 205-207). Sellised järeldused annavad alust ka väitele, et rahapoliitikat on võimalik vaadelda eraldiseisvana teistest poliitikatest.

Kuigi rahapoliitika võib viia ka iseseisvalt efektiivsete lahendusteni, jääb ometi siin veel vastuseta küsimus, mil määral täpselt rahapoliitika teostamise tulemused ning sellega kaasnevate eesmärkide täitmine ning tulenev majanduskasv on tingitud rahapoliitiliste otsuste enda või mõne teise kõrvalise teguri põhjustatud mõjudest või muu poliitika raames tehtud otsusest. Kuna vaid piiratud teoreetilistes käsitlustes on võimalik täielikult kõrvaldada ühe või teise teguri mõju nimetatud kaasnevatele nähtustele, jääb ideaalse rahapoliitika rakendamine vaid teoreetiliseks ning vastavalt nii palju, kui on tõlgendusi erinevate empiiriliste käsitluste põhjal, saab olla ka sama palju soovitusi

parima rahapoliitika rakendamiseks. Kindlasti on oluline osa rahapoliitika läbiviimisel ajaloolisel kogemusel. Kõrvutades seda teoreetiliste käsitluste ja empiiriliste uurimustega, on võimalik astuda samm lähemale teadmisele, missugused on parimad võimalikud rahapoliitilised valikud.

1.1.2. Rahapoliitilised valikud

Nii nagu rahapoliitikat võib käsitleda üldiste majanduspoliitiliste eesmärkide vaheeesmärgina, saab ka rahapoliitika valikuid ja vahendeid käsitleda rahapoliitika lõppeesmärkide vaheeesmärgidena. Kuigi rahapoliitika lõppeesmärgiks on igas riigis siiski majanduskasv, on riikide ja nende poliitikat teostavate asutuste väljaõeldud vaheeesmärgid ning kasutatavad instrumendid-tööriistad, millega soovitakse lõppeesmärgini jõuda, riigiti erinevad. Oluline on teha vahet rahapoliitiliste lõppeesmärkide, vaheeesmärkide ja ka kasutatavate instrumentide vahel.

Rahapoliitika lõppeesmärki mainiti juba töö eelmises peatükis. Hierarhias järgmisena võib käsitleda lõppeesmärgini viia aitavaid vaheeesmärke, nende näol on tegemist sisuliselt keskpankade rahapoliitilise käekirjaga, mille abil lõppeesmärgini soovitakse jõuda. Need kvantitatiivsed eesmärgid jagunevad kolme vormi: vahetuskursi, rahakoguse kasvu ja inflatsiooni eesmärkideks (Fatas *et al* 2007: 1174-1175). Kuna majandusprotsessid toimivad ühtse tervikuna ning on üsna keeruline täielikult isoleerida erinevaid osiseid, on ka selge, et nimetatud kolm eesmärki on majanduses üksteisest vähemal või rohkemal määral sõltuvad. Seetõttu on mõistetav, et konkreetse vaheeesmärgi valikul siiski jälgitakse riikides ka teiste eesmärkidega seotud näitajaid.

Suveräänsed riigid on oma siseriiklikes otsustes ja peaksid olema ka neid puudutavates rahvusvahelistes otsustes sõltumatud. Avatud majanduse tingimuses puudutab riigi rahapoliitika peale konkreetse riigi majanduse kindlasti ka teiste riikide majandusi. Eelmises peatükis ülekandemehhanismi iseloomustaval joonisel on selgelt kujutatud ka vahetuskursi mõju väljaspool riigipiire. Kuna ühe riigi tegevus oma rahapoliitika kujundamisel võib omada olulist mõju ka teiste riikide majandusele, peab neid võimalikke mõjusid arvestama ühtlasi rahapoliitika kujundamisel. Seepärast on eesmärkide kiiremaks realiseerimiseks tarvilik, et riikide rahapoliitilised eesmärgid oleks avalikud ning üheselt mõistetavalt selged.

Rahvusvaheline Valuutafond (IMF) näiteks usub, et selge rahapoliitika on efektiivsem ja soodustab usaldusväärset, sellest tulenevalt IMF soovib väljendada riikide keskpankade eesmärke, rolli ja vastutust. Keskpankade eesmärgid peaksid olema selgelt defineeritud, avalikustatud ja põhinema seadusel. (Fatas *et al* 2007: 1164). Suurema selgusega süsteemid parandavad informatsiooni jaotust, mis on aga olulise tähtsusega kiirete ja õigete otsuste tegemisel, seda nii ühe riigi enda kui ka mitme riigi vahelisi rahapoliitilisi otsuseid puudutavates küsimustes.

Vahetuskursi režiimide ja rahapoliitiliste raamistike süstematiseerimisel jaotab IMF riigid oma klassifitseerimissüsteemiga vastavalt liikme tegelikule *de facto* korraldusele, see võib erineda riikide ametlikult teadustatud korraldusest. Jaotus järjestab vahetuskursi korraldused nende paindlikkuse ja ametliku või mitteametliku kursikoridoriga seotuse olemasolu alusel. Lisaks eraldi seadusliku maksevahendita korraldustele eristab see erinevaid vahetuskursi korralduste vorme. See võimaldab hinnata vahetuskursi korralduse valiku mõju rahapoliitika sõltumatusele. Süsteem asetab liikmete vahetuskursi režiimid alternatiivsete rahapoliitika raamistike vastu, et rõhutada vahetuskursi rolli laiemas majanduspoliitikas ja näidata, et erinevad vahetuskursi korraldused võivad olla kooskõlas sarnaste rahapoliitika raamistikega. (De Facto... 2008).

IMF-i klassifikatsiooni kategooriad sarnanevad väheste mõõndustega eelpool toodud jaotusega (Fatas *et al* 2007: 1174-1175) ning on järgnevad – vahetuskursi ankur, rahakoguse sihtmärk, inflatsiooni sihtmärgiga raamistik ning muud meetmed. Rahakoguse eesmärk ja inflatsiooni eesmärk on sisuliselt samad, vahetuskursi ankur IMF-i klassifikatsiooni alusel kuulub vahetuskursi eesmärgi vormi alla eeltoodud jaotuses. IMF-i jaotuse „muud“ võivad klassifitseeruda samuti vahetuskursi eesmärgi vormi alla.

Vahe-eesmärkide sisulise käsitlemise eel peaks põgusalt selgitama ka rahapoliitika instrumentide olemust. Need on riiklike regulaatorite - keskpankade kasutatavad vahendid, tööriistad, mida kasutatakse eesmärkideni jõudmisel. Rahapoliitika instrumentideks on keskpanga lühi- ja pikaajaliste intressimäärade kehtestamine pangas hoitavatele reservidele ja antavatele finantseeringutele, intressimäärade mõjutamine

avaturuoperatsioonides osalemise kaudu (tehingud riiklike võlakirjadega), piirangute kehtestamine pangandussektori asutuste tegevusele (tegevus-, reservi- ja muude nõuete seadmine), valuutaturuoperatsioonides osamine, loomulikult otsene rahakoguse juhtimine raha emiteerimise võimalust kasutades ning turuosaliste ootuste kujundamise kaudu majandusprotsesside juhtimine.

Vahe-eesmärkide kategooriatest vahetuskursi ankur IMF-i klassifikatsioonis tähendab, et riiklik finantsorgan on valmis ostma või müüma välisvaluutat kindlal noteeritud tasemel. Eesmärgiks on hoida vahetuskurss etteantud tasemel või teatud vahemikus (vahetuskurss on nominaalne ankur või rahapoliitika vahe-eesmärk). Siia alla kuuluvad seadusliku maksevahendita vahetuskursirežiimid, valuutakomitee süsteemid, fikseeritud ja osaliselt fikseeritud vahetuskursisüsteemid. (De Facto... 2008). Sekundeeriva jaotuse (Fatas *et al* 2007: 1174-1175) vahetuskursi eesmägi käsitlus on pisut laiem, hõlmates ka vaba vahetuskursiga rahasüsteeme (s.h. ka süsteeme, millele on vahetuskursi ankrud fikseeritud). Vahetuskursi juhtimise tegelikuks eesmärgiks on mõjutada siseriikliku ja riigivälise hinnatasemete suhet ehk reaalselt vahetuskurssi. Selle abil soovitakse mõjutada siseriikliku majanduse toimemehhanisme võrreldes teiste riikidega ning seeläbi enamasti ka suurendada kasvu kindlates sektorites.

Reaalse vahetuskursi juhtimine on väga efektiivne majanduskasvu stimuleerimisel, kuid selle operatsioonide mõjukust piirab Mundell-Flemingu mudelis tutvustatud „trilemma“, et riik saab korraga omada vaid kahte kolmest tegurist: fikseeritud vahetuskurssi, sõltumatut rahapoliitikat ja vaba kapitali liikumist (Cordero 2008: 145). Sisuliselt tähendab see avatud majanduste tingimustes, et vahetuskursi juhtimine toob kaasa rahapoliitika sõltumatuse minetamise, kuna reaalselt tähendab vahetuskursi juhtimine kursi fikseerimist mõne teise valuuta või valuutade suhtes.

Tegevuse sõltumatuse loovutamine teoreetilises näites on lihtne: kui vahetuskurss fikseeritakse teise valuuta suhtes, antakse keskpanga poolt sellega sisuliselt lubadus väljastada iga fikseerimise aluseks oleva valuuta kohta mingi kindel ühik enda valuutat. Selle tulemuseks on teise riigi rahapoliitiliste otsuste jäik järgimine. Loomulikult võib instrumentide kasutamisel keskpank rakendada ka lisaks muid võimalusi, kuid kuna

need oleks ilmselt turutasakaalu tingimustest erinevad, mõjuksid need kulutustena majandusele ning oleks seetõttu ebaotstarbekad.

Rahakoguse sihtmärgi juures kasutab riiklik finantsorgan oma vahendeid eesmärgipärase rahakoguse kasvumäära saavutamiseks reservrahale, M1-le ja M2-le. Siin saab plaanitud kogusumma nominaalseks ankruks või rahapoliitika vaheeesmärgiks. Tänapäeval vaid rahakoguse eesmärgiga rahapoliitikat teostavaid olulise majandusjõuga riike ei ole. Enamus siia valdkonda kuuluvaid riike on siiski mingi mehhanismiga sidunud ka oma valuuta vahetuskursi teiste valuutadega. Ainsaks rahakoguse sihtmärki kasutavaks iseseisvalt liikuva vahetuskursiga riigiks on 2008. aasta andmetel Zambia. (De Facto... 2008).

Rahakoguse sihtmärgiga seoses avaldub kujukalt rahapoliitika muutustega seonduv. Kui varasemates nii teoreetilistes kui praktilistes käsitlustes oli rahakoguse juhtimise temaatika olulisel kohal, siis kaasaegsetes oludes sellele enam samaväärset tähelepanu ei pöörata. Kuna praktikas on võetud suund raha koguse juhtimiselt raha hinna juhtimisele, kajastub see ka teoreetilistes käsitlustes. Lisaks annab raha koguse juhtimisega võrreldes raha hinna juhtimine selgemaid ja otsesemaid signaale ka järgnevalt käsitletava jaotuse – inflatsiooni juhtimise raames. See muudab kokkuvõttes peale sisulist osa ka vormilist poolt – taoline lähenemine peaks rõhutama veelgi suunda rahapoliitika läbipaistvuse suurenemisele.

IMF-i käsitluses hõlmab inflatsiooni sihtmärgiga raamistik avalikult teadustatud keskmise tähtajaga sihtinflatsioonimäära numbrilist fikseerimist ning riikliku finantsorgani eesmärgiks on saavutada nimetatud numbriline eesmärk. Lisanduvateks funktsioonideks on avaliku suhtluse suurenemine eesmärgiga teadustada avalikkust ja turge rahapoliitika teostajate plaanidest ja eesmärkidest ning keskpanga inflatsioonieesmärkide alane suurenenud aruandekohustus. Rahapoliitika otsused juhivad inflatsiooniennustuste hälbest teadustatud sihtinflatsioonist. Inflatsiooniennustused on otseselt või kaudselt rahapoliitika vaheeesmärgiks. (De Facto... 2008).

Rahapoliitika teostamisel kasutavad üha enam keskpanga inflatsiooni sihtmärgiga raamistikku. Uus-Meremaa Reservpank võttis meetodi esimesena kasutusele aastast

1990, sihiks oli keskmise perioodi inflatsioon 1-3%. Järgmisest aastast kehtestas Kanada Pank rahapoliitika efektiivsuse paremaks mõõtmiseks, inflatsiooniootuste fikseerimiseks ja avalikuks läbinähtavuseks samuti inflatsioonieesmärgiks sellise vahemiku, soovitud määraga 2%. Aastast 1993 Austraalia Reservpank võttis kasutusele keskmise perioodi inflatsioonieesmärgi 2-3%. (Hsing, Sergi 2010:1). Need olid esimesed pioneerid antud valdkonnas. Tänapäevaks on IMF-i andmetel inflatsioonieesmärgiga raamistiku valinud suurem osa Euroopa majanduspiirkonnast, suurema majandusjõuga riigid Lõuna-Ameerikast, lisaks Okeania riikidele ka mitmed Aasia riigid.

Inflatsioonieesmärk on väga efektiivne stabiilse hinnataseme loomisel, kuid võib piirata tööhõivet ja majanduskasvu (Cordero 2008: 145). Väiksemate hinnaliikumiste lubamise eesmärgil majanduse piiramisel võib olla pikaajalise kasulikkuse kõrval kindlasti lühiajalisi negatiivseid külgi. Näiteks areneva majanduse puhul võib liiga jäik hinnataseme hoidmine kergelt põhjustada konkurentsituatsiooni halvenemist tööjõuturul ning samas inflatsioonieesmärgi mittesaavutamise korral võib turuosaliste ootuste konflikt reaalsusega samuti põhjustada probleeme majandusele tervikuna.

Konkreetselt riigi paiknemist arengutsüklis ning sellest tulenevaid iseärasusi peaks seega arvestama ka keskpang. Kuigi mitmete riikide puhul on inflatsiooni juhtimisega põhjustatud töötuse kasvu, reaalse vahetuskursi ülehindamist, madalamat toodangu kasvu ja majanduse haavatavuse suurenemist väliste mõjurite poolt (*ibid*), on sellest hoolimata näiteks Euroopa Keskpanga seisukoht inflatsiooni juhtimisel: „hinnastabiilsuse säilitamine on suurim panus, mida rahapoliitika saab teha tööhõive suurenemiseks ja majanduskasvuks“ (Introduction...2012).

Alati on riikidel võimalik rahapoliitilisi raamistikke lähtuvalt eesmärgist omavahel kombineerida. Sellisele praktikale on positiivse hinnangu andnud ka IMF, eriti riikide puhul, kellel on raskusi inflatsioonimäära ohjamisega, ehk liiga kõrge inflatsiooniga (Cordero 2008: 145).

IMF-i klassifikatsioonis muud meetmed hõlmavad riike, kellel puudub selgelt deklareeritud nominaalne ankur, pigem jälgitakse erinevaid näitajaid rahapoliitika elluviimisel. Seda on kasutatud ka riikide puhul, mille kohta puudub asjakohane

informatsioon. (De Facto..., 2008). Kuna IMF-i klassifikatsioonis kuuluvad siia gruppi ka vaba vahetuskursiga riikidest näiteks Šveits, Jaapan ja USA ning osaliselt vaba vahetuskursiga suhteliselt suured riigid nagu India, Pakistan, Egiptus ja Malaisia, väärib jaotus pisut suuremat selgitust kui on toodud IMF-i esitatud materjalides.

Sisuliselt nimetatud riikidest USA, Jaapan, Šveits, Egiptus ja Malaisia rõhutavad hinnastabiilsuse saavutamist esimese või ainsa (Malaisia, Egiptus) eesmärgina, Šveits ja Jaapan kasutavad lisaks võimalust mõjutada vahetuskurssi valuutaturuoperatsioonidega (Monetary Stability... 2012), (Monetary Policy... 2012), (Monetary... 2012), (Outline... 2012), (Press Release... 2012). India puhul on täheldatav vaid viide rahanduslikule stabiilsusele (*monetary stability*), otseseid viiteid rahapoliitika sisulisele poolele ei ole (Preamble... 2012). Pakistani kohta info puudub.

Käesoleva töö autori arvutused näitavad, et suurem osa maailma majanduse kogutoodangust pärineb riikidest, mis on oma rahapoliitiliseks esmaseks või ainsaks sihiks seadnud inflatsiooni. Täpsemalt 76%, arvestamata fikseeritud kurssidega kaudselt seotud riike. Arvutused põhinevad IMF-i klassifikatsioonil ja andmetel riikide siseriikliku koguprodukti SKP kohta 2010. aasta andmetel (Data and Statistics... 2012), (De Facto... 2008). See on konkreetne viide antud mehhanismi väga laialdasele globaalsele kasutusele, eriti arenenud riike silmas pidades.

Kuigi suuremat osa majanduslikust jõukusest tootvatest riikidest kasutab inflatsiooni sihtmärgiga raamistikku, siis väga suur osa arenevatest riikidest kasutab siiski vahetuskursi juhtimise raamistikku. Seda küll nii otseselt kui kaudselt ja suurema või väiksema kõikumispiiriga olulisemate valuutade suhtes, kuid siiski ei ole need riigid võtnud omaks inflatsiooni juhtimise raamistikku. Kõrvutades siinkohal nende riikide suhteliselt suurt rahvaarvu ja võrdlemisi suurt mahajäämust majanduslikus mõttes võrreldes inflatsiooniraamistikku kasutavate riikidega, võib arvata, et inflatsiooni juhtimine ei ole siiski ainuõige rahapoliitiline valik ning suure kasvupotentsiaaliga arenevate riikide puhul ei peagi eeldama, et majanduste dünaamiliste näitajate ühtlustumise saavutamine arenenud riikidega on võimalik samu võtteid kasutades. Samuti on üsna reaalne arenevate riikide kasvuvõimaluste realiseerimisel rahapoliitiliste valikute suhete muutumine.

1.2. Majanduskasv ja rahapoliitika

1.2.1. Majanduskasvu iseloom, teooriate ajaloost ja tänapäevast

Majanduskasv on riigi majanduse dünaamika üks olulisemaid näitajaid. Enamlevinud ning käesolevas töös käsitletavaks majanduskasvu iseloomustamiseks kasutatavaks näitajaks on sisemajanduse koguprodukt, SKP (*gross domestic product, GDP*). See hõlmab endas konkreetse riigi regiooni tarbimist, investeringuid, valitsuskulutusi ning netokaubavahetust teiste riikide või regioonidega (Landefeld *et al* 2008: 197). Saadud näitaja kajastab riigi majanduse nominaalset arvulist suurust. Reaalse näitaja saamiseks korrigeeritakse seda hinnaindeksitega, mis kõrvaldavad näitajast inflatsioonilise moonutuse. Perioodide SKP näitajaid kõrvutades saab leida protsentuaalse erinevuse, mis näitabki vastavalt kas riigi või regiooni nominaalset või reaalselt majanduskasvu. Erinevate riikide majanduste arvnäitajate võrdlemiseks teisendatakse andmed ühte valitud valuutasse, enamjaolt rahvusvahelises võrdluses USA dollaritesse kas valuutakursside alusel või soovitatavalt ostujõu pariteeti ehk suhtelist riikidevahelist hinnataset (kui palju maksaks ühe riigi toodang ja teenused teise riigi valuutas) silmas pidades (Henderson, Castles 2005: 63).

Nimetatud SKP näitajana iseloomustab riigi või regiooni majanduse suurust absoluutarvuna, mille põhjal on võimalik järjestada riike suuruse alusel. Riikidevahelises võrdluses on oluline silmas pidada ka sealset suhtelist elatustaset. Seda iseloomustava näitaja saamiseks leitakse riigi või regiooni SKP näitaja elaniku kohta, kus absoluutarvuna kajastatav SKP suurus jagatakse riigi või regiooni elanike arvuga. Saadud näitaja on kasvudünaamikat silmas pidades oluline seetõttu, et eemaldab riigi või regiooni majanduskasvu näitajatest ühe elemendina elanike arvu muutuse osa ning võimaldab sellega objektiivsemalt hinnata majanduses toimuvat.

Majanduskasvu uurimisele ja selle tekkimise selgitamisele on pühendatud rida teooriaid. Loendamatu hulka muutujaid on püütud seostada majanduskasvu tõlgendamiseks. Majanduse klassikaline koolkond eesotsas Adam Smithiga rõhutas agraarühiskonna üleminekul tööstusrevolutsioonile tööjaotuse, tootlike ressursside akumulierimise ja kaubandusvabaduse olulisust (Smith: 10-400). Ajal, mil turumajandust vabade turusuhete puudumise tõttu veel ei tuntud, suunas selliste mõtete

avaldamine käsitlust selgelt kaasaja poole. Iga ajas järgnev teooria lükkab ümber või püüab täiendada eelnevat. Keynesistide Harrodi ja Domari käitlusi, mille kohaselt kasv on käsitletav tööturu tasakaalu ja ressursside täieliku kasutamise asemel säästmistaseme ja kapitali tootlikkusega (Harrod 1939: 31-33), (Domar 1946: 145-147) täiendati 50ndatel neoklassikute Solow ja Swani tootlikkuse, investeringute-säästude suhte ja tööhõive käsitlusega majanduskasvu kohta. Neoklassikute arvates tulenes majanduskasv tootmise füüsilistest teguritest nagu tööjõud ja kapital. (Solow 1956: 65-68). Ometi näitas Denison peagi, et vaid kolmandikku USA majanduskasvust võis omistada sellistele füüsilistele teguritele. Statistiliste vaatluste põhjal oli seega justkui enamus kasvu panustest selgitamata. (1962: 290).

Kaasaegsemad käsitlused majanduskasvu tegurite kohta hakkasid ilmuma peale Kagu-Aasia riikide Lõuna-Korea, Taiwani ja Singapuri tormilist kasvu 80-ndatel aastatel. Hakati tähelepanu pöörama inimkapitali õppimisvõimele, kaubandusvabadusele ning kasvu soodustavatele tehnoloogilistele faktoritele. Nimetatud riikide baasil oli täheldatav ka, et kasv on pigem lahknev kui koonduv – idee, mis oli vasturääkiv varasematele teooriatele. (Rizavi *et al*, 2011: 860-861). Sellised näited, nagu tehnoloogiliste faktorite osakaal ning väiksemate riikide lahknevus, viitavad, et kasvu allikad ei ole mitte lihtsalt avastamata-arvestamata, vaid on ka pidevas täienemises seoses riikide, majanduse ning protsesside muutumisega.

Täiendavad uurimused majanduskasvu ja selle seoste kohta erinevate faktorite baasil on andnud mitmeid tulemusi alates inflatsiooni ja eelarve tasakaalu kohta, hindamaks otseselt majandusnäitajaid (Fischer 1993: 510) ning lõpetades sooritatud atentaatide arvuga miljoni elaniku kohta, hindamaks riikide stabiilsusnäitajaid (Barro 1991: 430). Hussein ja Dewan näitasid, et pikaajaline kasv sõltub eelkõige kolmest allikast: olemasolevate ressursside kasutamine, tootlike ressursside nagu inimkapital, tervis, teadmised, kogumine ja tehnoloogiline areng (2001: 4-10). Toodud näited kajastavad statistiliste andmeridade võrdlustulemusi ning nende tõlgendusi ja on seega vaid eelnevatel perioodidel põhinevad. Täiel määral jäävad nende juures arvestamata kaasaegsete protsesside mõjud ning täiendused, mis tulenevad muutunud tehnoloogilistest arendustest, innovatsioonist ning muutunud (majandus)keskkonnast.

Kui majanduskasvu ühe olulise tekitajana saab vaadelda ka inimkapitali, siis võib arvata, et tähtis tegur maksimaalse toodangu saavutamisel on tööhõive – mida suurem on hõivatute osakaal majanduses, seda suurem võiks olla toodang ja seega majanduskasv. Teiselt poolt soodustab kõrge tööhõive ka tarbimist ja kulutusi, SKP olulisi komponente. Kuigi rahapoliitika seab eesmärgiks täishõive, seda eelkõige ikka majanduskasvu silmas pidades (Press Release... 2012), võib täheldada, et majanduskasvu suudetakse tänapäeval saavutada ka suhteliselt kõrge tööpuuduse tingimustes. Näiteks Stangleri käsitluses annab Ameerika Ühendriikide majandus kahetisi signaale, kuigi hinnatavad SKP kasvunumbrid on justkui positiivsed, püsib eeldatavalt töötus pikemat aega suhteliselt kõrgel (2010:1). Selline olukord lubab arvata, et majanduse kasvupotentsiaal on saavutamata ning tööhõive suurenedes paranevad ka kasvunumbrid.

Kuivõrd kaasaegne majandus muutub üha enam tootmispõhisest teeninduspõhiseks, s.t. üha suurem osa majandusprotsessidest ning toodangust tehakse teenindavas või lausa virtuaalses sektoris, peab sellise muutustetempoga kaasas käima ka kasvuteooriate areng. On täiesti loomulik, et sellistes tingimustes ei saa enam teooriate arendamisel olulist rõhku panna füüsilistele tootmisteguritele, vaid pigem teenindussektori suurima sisendi – inimkapitali ja selle arendamisega seonduvatele faktoritele. Tahaplaanile võivad hakata seoses sellega jääma traditsioonilise kapitali kaasamine ja selle hind ehk tootlus füüsilistele sisenditele. Selle kõrval kasvav nõudlus intellektuaalse kapitali järele kallutab kaalukaussi veelgi tootmissektorist eemale.

Kui SKP sisuliste osade juures võib teha loogilise üldistuse, et suurem komponent tagab suurema kogutulemusena ehk majanduse absoluutväärtuse (suurem nõudlus, tarbimine ja kulutused tagavad tulemusena suurema SKP), siis kuigi investeeringud absoluutväärtusena suurendavad SKP väärtust, on selle komponendi juures osaliselt täheldatav ka põhjuse-tagajärje pööratud efekt. Otseste välisinvesteeringute ja majanduskasvu suhete uurimisel on näiteks leitud positiivne seos investeeringute ja majanduskasvu vahel, kuid see suhe on vaid ühesuunaline. See tähendab, et Hiina majanduskasv viib suuremate otseste välisinvesteeringuteni. Suurenemine otsestes välisinvesteeringutes võib, aga ei pruugi viia majanduskasvuni. (Sun 2011: 228).

Lisaks senitoodud majandust iseloomustavatele komponentidele majanduskasvu soodustavate teguritena võib olla ka majandusprotsessist endast tulenevaid tegureid, mis mõjutavad majanduskasvu. Üheks selliseks teguriks on inflatsioon. Kuigi mõõdukat inflatsiooni peetakse majanduskasvu üheks tekitajaks, kuna see stimuleerib majanduslikku aktiivsust, võib majanduskasvuga kergelt kaasna ka näiteks kõrgeinflatsioon. Helleri järgi ei ole USA majanduses esinenud perioode, kus oleks suudetud säilitada täistööhõive inflatsiooni tekitamata (välja arvatud II maailmasõja aegne periood, mida ei saa võtta võrdlusbaasiks, kuna tingimused erinesid traditsioonilisest turumajandusest) (1976:61). Seisukohta, et täistööhõive tekitab inflatsioonilist survet, jagavad ka mitmed teoreetilised mudelid. Täistööhõivega toodangut on nimetatud ka sotsiaalselt optimaalse tööjõukasutusega toodanguks, tasakaalustades kasu madalast töötusest ja sellest tulenevast nõudluse kasvu mõjust toodangule suureneva inflatsiooni mõjudega. (Nelson 1966: 1178-1192). Kuna kõrge inflatsioon võib kergelt viia majandusaktiivsuse vähenemise ja kaubavahetuse aeglustumise tõttu majanduskasvu pärssimiseni, on võimalik, et tasakaalusituatsiooni loomiseks osutub vajalikuks regulatsiooni sekkumine inflatsiooni juhtimiseks.

Teiseks majandusprotsessist endast tulenevaks teguriks, mis mõjutab kasvu, võib nimetada majanduse ebakorrapäratust lühiajalises plaanis ehk tsüklilist toimimist. Seda võib seletada turuosaliste informatsiooni valdamise piiratusega ja sooviga maksimeerida kasulikkust võimalikult kiiresti. Lühiajaliselt võib selline olukord tuua kaasa küll kiire majandustõusu, kuid kaasnevast ülereageerimisest tingitud tagasilöögid võivad majandust oluliselt destabiliseerida ja ohustada sellega pikaajalist kasvu. Esimeseks markantseimaks sellise olukorra näiteks ajaloost võib tuua Hollandi tulbisibulate turul toimunud eufooria 17. sajandi 30-ndatel aastatel. Kuigi selle kohta puudusid varem otsesed tõendid, on siiski uuemad allikad leidnud (French 2006: 4), et märgitud olukorrale võis kaasa aidata eelnev rahapakkumise suurenemine antud piirkonnas. Nimetatud töö leiab kinnitust n.ö Austria koolkonna pooldajate väidetele. Need rõhutavad, et majandustsüklid on ülemäärase rahapakkumise vältimatu tulemus, pikalt madalal hoitavad intressid toovad kaasa liigse rahapakkumise, destabiliseerivad säästmise ja investeerimise tasakaalu, põhjustavad valesti investeerimist, olulisi muutusi suhtelises hinnatasemes ning kiireneva krediidikasvu lõppedes on majanduslangus vältimatu (Keeler 2001: 349-350).

Austria koolkond on n.ö põhiliini majandusteadlaste poolt paljuski ignoreeritud, nende väiteid peetakse ebaõigeks. Milton Friedman on oma Ameerika Ühendriikide majandustsükleid käsitlevates töodes leidnud, et puudub korrelatiivne seos majanduse kasvu ja sellele järgneva languse ulatuste suhtes, korrelatiivne seos on pigem majanduslanguse ja sellele järgneva tõusu suurustes (1988: 2). Sellise argumentatsiooniga lükkaks Friedman justkui ümber Austria koolkonna rajajate Misese ja Hayeki töodes toodud väited, mis „näevad eelnevat ülemäärast kasvu sügava languse allikana“ (ibid).

Kuna Keeler oma töös analüüsis samu majandustsükleid, mida Friedmangi, võib siit järeldada, et erinevalt n.ö põhiliini majandusteadlaste varasemale seisukohale ei ole Austria koolkonna tõekspidamised täiesti valed ning neid tuleks majanduse tsükleid uurides siiski arvesse võtta.

Majanduskasvu soodustavate tegurite juures võib kokkuvõtvalt nimetada kolme gruppi tegureid. Esiteks baastegurid, mis võimaldavad kasvu tekkimise – vajalike ressursside piisava kasutamise ja akumulierimise määra ning tehnoloogilise arengu olemasolu. Esimeste tegurite põhjal on võimalik teise grupi tegurite esilekerkimine – tööhõive määra kasv, suurenenud majandusaktiivsus, kaasnevad investeeringud, mis kõik omakorda saavad genereerida uut kasvu. Kolmanda grupina saab vaadelda majandusprotsessi taustsüsteemi osasid, mis sobivatel tingimustel majanduskasvu toetavad (inflatsioon, majandusprotsesside tsüklilisus). Laiendatult võiks kolmanda grupi tegureid käsitleda kui stabiilsustegureid.

1.2.2. Rahapoliitika rakendamine kasvu soodustamiseks

Eelnevas peatükis toodud kasvutegurite jaotust silmas pidades on rahapoliitikal erinevad võimalused erinevate tegurite mõjutamisel. Resursside akumulierimisel on keskpangal kas täiesti piiratud (füüsilised ressursid) või vaid kaudsed (inim- ja tehnoloogilised ressursid) võimalused, aitamaks kaasa kasvu tekitamisele. Laiemad võimalused on aga teise (majandusaktiivsusega seotud) ja kolmanda tegurite grupi (taustsüsteemiga seotud) mõjutamiseks. Sisuliselt peakski rahapoliitika teostaja tasakaalustama tegevusi ühelt poolt majandusaktiivsuse suurendamist ja majanduse stimuleerimist ning teiselt poolt majanduse stabiliseerimist ning liigset kõikuvust silmas pidades.

Tasakaalustatud tegevused majanduse stimuleerimisel ning stabiliseerimisel peaks tagama selle, et kasv oleks mitte lühiajaliselt suurim võimalik vaid pikaajaliselt lähedane optimaalsele. Kui rahapoliitika lõppeesmärgiks on majanduskasv, siis on peale teiste eesmärkide see ka riigi üldise majanduspoliitika üks lõppeesmärke. Kuigi majanduskasv on kindlasti oluline, on heaolu kasvul ka teistsuguseid väljundeid nagu usaldusväärsus, õigustatud ootuste kehtivus ja muud sellelaadsed keskpankade tegevust puudutavad omadused. Oluliseks peaks pidama erinevate eesmärkide saavutamise kontekstis ka muid, mitte üksnes kvantitatiivselt mõõdetavaid majanduskasvu näitajaid ning ka seda, et erinevad heaolu allikad oleksid omavahel tasakaalus ega hakkaks üksteist piirama ning mõni neist domineerima.

Monetaristide käsitluses liigub maailma majandus tervikuna nii väiksema või suurema regulatsiooni toel loomuliku tasakaalu ehk ühtlustumise suunas ning avatud majanduste tingimustes võib arvata, et riikide majandused sellise tasakaalu tingimustes võiksid muutuda ühenäolisemateks. Kuna isikupära on aga nii inimeste kui riikide eristumise allikaks ja inimesi iseloomustab püüdlus täiustamise poole, siis soovivad nii üksikisikud kui sellest tulenevalt ka riigid igati üksteisest eristuda ning enda heaolu ja seega ka kasvuväljavaateid parandada.

Kui suur osa riike on oma rahapoliitika valikutes esmaseks seadnud inflatsiooni sihtmärgi, kas siis on see indikaatoriks, et eesrindlikel riikidel tuleks kasvu allikana hakata otsima uusi rahapoliitilisi vahe-eesmärke? Või pöörduda tagasi vanade juurde? Suurem osa arenenud riike on pöördunud rahapoliitilistes valikutes inflatsiooni juhtimise juurde ning kuna eeldatavalt arenenud riikides on võrreldes arenevate riikidega juba suhteline stabiilsus inflatsiooni osas saavutatud (stabiilsus, mis on vajalik pikaajalist kasvu soodustava keskkonna saavutamiseks), oleks tarvilik uurida seda, millised on võimalused arenevatel riikidel tekitada soodus pinnas pikaajaliseks kasvuks.

Kuna rahakoguse juhtimise mehhanism tundub olevat praktikute poolt hüljatud, jäävad vaatluse alla inflatsiooni, vahetuskursi juhtimise mehhanismid või nende võimalikud kombinatsioonid. Nii nagu rahapoliitilisi valikuid puudutavas osas nägime, on vahetuskursi juhtimise temaatika endiselt päevakorral paljudes arenevates riikides. Selle rahapoliitilise valiku juurde jäämisel on rida eeliseid.

Fikseeritud vahetuskursid vähendab vahetuskursist tulenevaid ülekandekulusid ja vahetuskursiriski, soodustades sellega rahvusvahelist kaubandust ja investeringuid (Frankel 2010: 21). Nagu eespool nägime, võivad suuremad välisinvesteeringud viia suurema majanduskasvuni. See kehtib eriti institutsionaalselt fikseeritud lahenduste nagu valuutakomitee ja dollariseerimise korral (*ibid*, 2010: 21).

Rose näitas oma uurimuses, et fikseeritud kursid ja eriti rahaliidud arenevates riikides suurendavad kaubandust ja investeringuid märkimisväärselt. Lisaks väldib fikseeritud kurss spekulatiivseid mulle, vabalt liikuvad kursid on sellisele riskile aga avatud. (2000: 26-38). Kuigi Rose uurimusse olid kaasatud arenevad piirkonnad, võib siit teha teoreetilise laienduse suurematele rahaliitudele ning nendest tulenevatele kaubandust ja investeringuid suurendavatele efektidele.

Fikseeritud kursside miinuseks võib lugeda ka eespool toodud rahapoliitika sõltumatus minetamise. Keskpang ei saa suurendada rahapakkumist, muuta intressimäära ning tema võimalused on piiratud ka valuuta devalveerimisel toodangu konkurentsivõime tõstmiseks. Fikseeritud kurss tähendab suuremat avatust väliste mõjude poolt tingitud muutustele nõudluses ja pakkumises. Võrreldes vaba kursiga on fikseeritud kursi puhul kaubandusšokid võimendatud, nende esinemisel pikaajaline kasv väheneb, tähendused kehtivad nii arenevate kui tööstusriikide puhul ning mõju toodangu kasvule on negatiivsete šokkide puhul suurem kui positiivsete puhul, erinedes fikseeritud ja vaba kursi tingimustes lausa kahekordselt (Edwards, Yeyati 2003: 17). Selles valguses on päris oluline otsus, kas vahetuskursi mehhanismi kasutav riik otsustab pooldada fikseeritud või vaba kurssi.

Fikseeritud kursi vastu ja vaba kursi poolt räägib ka keskpanga võimalus olla kriitilistel momentidel rahandusasutustele viimase laenaja rollis, lisaks sellele võib fikseeritud kursiga režiim langeda spekulatiivsete rünnakute ohvriks (Frankel 2010: 22).

Erinevatel vahetuskursi režiimidel on erinevad tugevused. Ühest vastust, milline on parim, kas fikseeritud, vaba või nende vahepealne, ei ole. Vähemalt teoreetilisel tasemel viitab traditsiooniline raha neutraalsus pikaajalist kasvu arvestades režiimivaliku ebaolulisusele (de Vita, Kyaw 2011: 135). Ka teised autorid (Bailliu *et al* 2003: 398) märgivad, et rahapoliitilise režiimi jälgimisel ei ole majanduskasvu silmas pidades eriti

oluline, kas kasutatakse fikseeritud, kombineeritud või vaba kurssi. Olulisteks teguriteks saavad riiki iseloomustavad näitajad nagu suurus, avatus, tööjõu liikuvus, finantssüsteemi areng ja valmidus loovutada rahapoliitilist iseseisvust. (Frankel 2010: 23).

Eraldi väärib vahetuskursi temaatikas tähelepanu reaalne vahetuskurss. Reaalset vahetuskurssi on defineeritud kui nominaalset kurssi, mis võtab arvesse inflatsioonilised mõjud (Kıpııcı, Kesriyeli 1997: 2). See tähendab, et reaalne vahetuskurss arvestab nominaalkursi juurde siseriikliku ja välisriigi hinnatasemete erinevused. Balassa-Samuelsi hüpoteesi kohaselt tõuseb reaalkurss koos riigi majanduse tootlikkuse ja majanduskasvu suurenemisega (Ito *et al* 1997: 2). Kuna hinnatase mõjutavad oluliselt tööjõukulud majanduses, on reaalkurss lähedane palkade tasemete suhtega (Halpern, Wyplosz 1997: 434-436). Sisuliselt on hinna- ja palgatase ühe majandusprotsessi erinevad indikaatorid.

Reaalne vahetuskurss omab olulist mõju vara kasvu ja tööhõive määrade kindlakstegemisel väikestes avatud majandustes. Riikides, mis on juba võtnud kasutusele inflatsiooni sihtmärgiga raamistiku, peaks lubama kõrgemaid inflatsioonilisi sihtmärke, vältimaks reaalkursi liigset ülehindamist. „Trilemma“ tekkides peaks vahetuskursi mehhanismi järgiv riik kasutama vabaturuoperatsioone kombineerituna reservimäärade nõuetega või isegi kasutama kontrolli maksebilansi kapitalikonto üle. Pikas perspektiivis on leitud, et reaalse vahetuskursi eesmärki seades on tasakaal püsiv, kui nominaalpalgad on paindlikud ja keskpank hoiab reaalse vahetuskursi konkurentsivõimelisena. (Cordero 2008: 159). Kõrgema inflatsiooni lubamisele viitab ka efektiivse inflatsioonitaseme määratlemine teiste autorite poolt, kui arenenud tööstusriikidel on see 1-3%, siis arengumaadel on majanduskasvu mittepiirava inflatsiooni suurus 7-11% (Kahn, Sendadij 2000: 16). Reaalne vahetuskurss iseloomustab hinnataseme kaudu ühtlasi majanduse seisukorda. Suhteliselt kõrge hinnatase viitab majanduskasvu tingimuses kõrgemale inflatsioonile ja seega ohule, et kasvu jätkumine võib lõppeda. Kui majanduskasvu tingimustes on hinnatase õiglane, lubab see arvata, et kasv püsib.

Kuna keskpanga tegevus reguleerib rahapakkumisega pangandussektorit ning majandust ja arvestades asjaolu, et hinnatase ja reaalne vahetuskurss sõltub seega eelkõige pankade

tegevusest, kes toidavad majandust krediidiga, peaks vaatlema ka pangandussektori käitumist majanduses. Kuna pangandussektorile on viimastel aegadel antud üha rohkem tegevusvabadust nii tehnilises kui geograafilises mõõtmes (ajaga on innovaatilises plaanis täiendatud pankade tehnilist arsenalit ning vaba majandusruumi on lisandunud uusi riike), on ta oma iseloomult majandustsüklit genereeriv ja seega aldis tekitama majandusmulle (Borio, Shim 2007: 2), siis tekib küsimus, kas keskpank peaks pangandussektorit ohjama ja tegutsema n.ö. vastu tuult, ehk kas ta peaks töötama vastu tsüklit.

Esimese mõttena tundub, et peaks, kuna majanduse tsüklilisus mõjutab oluliselt stabiilsust (vähendab seda) ning kokkuvõttes vähendab ka pikaajalisi kasvuväljavaateid. Majandustsükli vastu töötamise poolt räägib samuti asjaolu, et pangad on kriiside puhul esimeste majandussubjektide seas, keda tsüklite negatiivsus mõjutab. Keskpank peaks stabiliseerima majandust eelkõige läbi pangandussektori, seega tsükli vastu töötades säästetakse nii pangandussektorit kui majandust tervikuna. Teoreetilises plaanis leitakse, et rahapoliitika kasutamine majandustsüklite vastukaaluks on vajalik, kuna raha kasvumäär on negatiivses korrelatsioonis toodangu, inflatsiooni ja intressimääraga (Kim 2006: 29).

Kuigi majandustsükli vastu töötamine teoreetiliselt võib olla vajalik, siis praktikas on selle realiseerimine keerukas. Selle põhjuseks on tööriistade puudus, põhjalikult on välja töötamata makroökonomilised indikaatorid, mis võimaldaksid hinnata majanduse asumist tsüklilises lõikes (Siregar, Lim 2010: 94). Kuigi viimastel aastakümnetel on paljude riikide rahandusametused teinud hulga tööd, rakendamaks meetmeid pangandussüsteemide ohjamiseks (Borio, Shim 2007: 25-30), on see muutuva keskkonna tingimustes siiski veel ebapiisav ütlema, et lahendused on lõplikud.

Kuigi töö algusosas oli viide, et rahapoliitika eraldivõetuna võib viia positiivsete tulemusteni, peaks siiski toonitama ka riigis rakendatavate muude poliitikate, näiteks fiskaalpoliitika olulisust. Kui tsüklilisuse vastu töötamine on võetud rahapoliitiliste otsuste juures oluliseks meetmeks, peaks arvestama ka näiteks asjaoluga, et fiskaalpoliitika on oma olemuselt tsüklilisust soodustav, kui selleks pole rakendatud vastumeetmeid (Frankel *et al* 2008: 687).

Vastu tsükli töötlamisel on kindlasti mitmeid ohtusid. Valel ajal tsükli tõusu vastu rakendatud meede võib tuua kaasa liigse ülekuumenemise või vastupidi – majanduskasvu üldse ära jätta. Oluline on kindlasti sekkumise lõpetamise õigeaegsuse hindamine, sellega eksimine võib tsüklile vastu töötamise asemel suurendada hoopis järgneva tsükli amplituudi. Ka teoreetilises plaanis on soovitajaid, kes pigem hoiduksid rahapakkumise kasutamisest tsüklilisuse vähendamiseks, kuna see võib olla ebaefektiivne varade ülemääraste hindade ja võimenduse leevendamisel, võib kaasa tuua lisakulusid ja olla vastuolus teiste keskpankade eesmärkidega, lisaks on keeruline hinnata „varamullide“ tegelikku mõju majandusele (Bernanke, Gertler 2001: 256).

Lisaks majanduse enda tsüklilisusele võib esineda majanduses ka majandusprotsessist mittesõltuvaid hinnašokke. Üheks näiteks võib tuua nafta hinna liikumise, mis on osaliselt mõjutatud vabalt toimiva turu reeglitele mittealluvatest kartellikokkulepetest. Siinkohal tekib küsimus, kas keskpank stabiilsuse tagajana peaks kuidagi sekkuma? Kuigi võimalused selleks on kindlasti piiratud, võib sekkumine olla vajalik, sest hinnaliikumised võivad põhjustada kaasneva inflatsiooni tõusu, mille ohjeldamine ja stabiilsuse tagamine on keskpankade üks oluline eesmärk.

Väga efektiivne vahend stabiilsuse saavutamisel keskpankade poolt ongi juba eelmises töö osas puudutatud inflatsiooni juhtimise meede. Kuigi globaalselt hetkel laialt rakendatav, on sellel meetmel mitme riigi puhul erisused. On riike, mis on valinud jäiga inflatsiooni jälgimise (Rootsi) kui ka riike, mis lubavad inflatsioonil ning vahetuskursil mõlemal kõikuda (Cuche-Curti *et al* 2008: 2). Meetme rakendamise sisu sõltub paljus majanduse iseloomust – kas tegemist on rohkem avatud või suletud majandusega, kas ohud majanduse stabiilsusele tulevad riigist väljastpoolt või riigi majandusest endast.

Oma mudeliga näitasid Cuche-Curti, Dellas ja Natal, et inflatsiooni eesmägi kasutamine on eelkõige õigustatud, kui majandusšokid tulevad väljastpoolt riiki. Ainult inflatsioonijärgimine on õige jäikade nominaalpalkade tingimustes, hinnataseme stabiliseerimisega välditakse tahtmatud muutused reaalpalkades. Kui põhiline hindade jäikus tuleneb kaupadest, siis võiks lubada ka vahetuskursi kõikumisi. (*ibid* 2008: 16). Sarnastele järeldustele, üksnes väheste laiendustega, on jõudnud ka teised autorid (Cordero 2008: 159): inflatsioonisihtmärgi puhul on majanduse pikaajaline tasakaal püsiv, kui nominaalpalgad on piisavalt paindlikud, et kohandada õppimisest tulenev

tootlikkuse kasv. Seega rangemat inflatsiooni juhtimise raamistikku saavad rakendada eelkõige stabiilsemate keskkondadega riigid, eelkõige arenenud riigid. Riikides, kus on tegemist kiire arengu ja sellest (osaliselt ka senisest mahajäämusest) tuleneva kõrge palgakasvuga, on oluliselt keerulisem, kui mitte võimatu, hoida samal ajal rangelt madalat inflatsiooni.

Nii ühe kui teise autori puhul tuleb nentida, et isegi ainult inflatsiooni suunamisega tuleb tegelikult siiski majanduse tervise huvides jälgida ka riiklikku hinnataset ning seega reaalsel vahetuskurssi. See on ka arvatavasti üks põhjuseid, miks näiteks Jaapan või Šveits lubavad endale sekkumist valuutaturu operatsioonidesse. Samuti on selles valguses mõistetav poleemika USA dollari - Hiina renminbi kursi üle.

Inflatsioonijuhtimise raamistikust rääkides ei saa mööda minna rahapoliitikat puudutavas kirjanduses väljapakutud intressireeglitest. Kaalukamad neist on Milton Friedmani pakutud Friedmani reegel ja John Tayloriga väljatöötatud Tayloriga reegel. Taylor ise nimetab seda ka rahapoliitika reegliks. Reegli järgi on keskpanga intressimäär lihtne lineaarne funktsioon reaalsest ja soovitud inflatsioonist ja reaalse ja potentsiaalse SKP erinevusest

$$r = p + 0,5*y + 0,5(p - 2) + 2$$

r on keskpanga intressimäär

p on nelja viimase kvartali inflatsioon

y on reaalse SKP protsentuaalne hälve potentsiaalsest

võrrandi koefitsient 0,5 pakkus Taylor välja rusikareegli järgi, esimene 2 esindab soovitud inflatsiooni-, teine soovitud intressimäära. (Taylor 1993: 202).

Kuigi hilisemalt palju kritiseeritud ja mugandatud nii teiste kui originaali autori poolt, iseloomustas väljatoomisel Tayloriga reegel elegantselt kasutatavat USA rahapoliitikat.

Oma hilisemates töödes on Taylor näiteks teinud ettepaneku, et fikseerimata kursi tingimustes peaks pikas perspektiivis hästi toimiv rahapoliitika põhinema vabal vahetuskursil, inflatsioonilisel eesmärgil ja selge rahapoliitilise instrumentide raamistikuga, et inflatsioonieesmärki täita (Taylor 2001: 263). Selline tõlgendus viitab lisaks inflatsioonieesmärgile ka teistele olulistele joontele, mis peaks efektiivse

rahapoliitika rakendamiseks olema täidetud (vaba vahetuskurss ning instrumentide kasutamine inflatsioonieesmärkide täitmine). Kuigi tänasel päeval on paljudes riikides esimene tingimus täidetud, siis teise puhul on tehtud mööndusi, s.t. inflatsioonil lubatakse kõikuda sihtmääradest enam.

Friedmani reegli puhul on tegemist sügavama teoreetilise käsitlusega riiklikult kehtestatavale intressimääradele. Friedman nimelt leidis, et optimaalne raha hoidmise kulu peaks olema võrdne täiendava raha pakkumise piirkuluga ning kuna täiendava raha emiteerimise kulu on null, siis peaks ka raha hind ehk kehtestatud nominaalsed intressimäärad neutraalsed ehk olema null (Friedman 1969, viidatud Mulligan, Sara-i-Martin 1997: 1 vahedusel). Raha hinna neutraalsusele võiks viidata ka raha enese neutraalsuse põhimõtte.

Loomulikult saab selline eeldus kehtida riskivabade võlasuhete puhul. Kaasnev lahendus majandusele tervikuna on teoreetiliselt tõesti optimaalne, kuna raha hoidmisega seonduvate kulude eemaldamisega moodustavad toodangu hinna vaid tootmiskulud.

Kui näiteks inflatsioonieesmärgi raamistiku taotletav tulemus on stabiilne inflatsioon, siis lõppeesmärgiks on seejuures siiski stabiilne majanduskeskkond. Sama lõppeesmärk on nii ujuva ja fikseeritud kursi kui ka muud meetmed valinud rahapoliitika teostajate tegevusel. Lisaks rahapoliitilise mehhanismi rakendamisele saab rahapoliitika teostaja stabiilsust suurendada ka enese käitumises stabiilsust hoides. Keskpankade tegevuspõhimõtted ja standardid on aja jooksul täienenud ja paranenud ning turuosaliste ootustes kinnistunud. Keskpankade konservatiivne ja ootustele vastav tegevus aitab vältida turuosaliste ebaefektiivseid otsuseid majandustehingutes ning aitab seeläbi saavutada ja hoida väiksema kõikuvusega ning stabiilsemat keskkonda.

Kuigi rahapoliitiliselt võivad riigid valida ühe konkreetse tee ning selle abil seada oma rahapoliitikat, võiks kokkuvõtvalt nentida, et puudub ühtne selge kirjeldus, millise meetme riigid peaksid valima. Valikute rakendamine sõltub paljus siiski riigi enda majanduse iseloomust ning suhetest teiste riikide ja globaalse majandusega. Võib küll anda juhiseid, mis abistavad riikidel vastavalt nende iseärasustele leida sobivaid meetmeid, kuid tuleb juhtida tähelepanu asjaolule, et tegemist on paljudel juhtudel

teoreetiliste mudelite baasil väljapakutud lahendustega, mis on vaid osalist tõeust leidnud praktikas ja seega lõplikud lahendused ootavad veel täiustamist ning jätkuvat praktikas testimist.

Nii, kuidas majanduskeskkond on ajalises ja ruumilises plaanis muutuv, käivad väljapakutud lahendused ajapikku selliste muutustega ühte sammu ning teoreetilised käsitlused arenevad koos praktikaga.

2. AMEERIKA ÜHENDRIIKIDE JA AUSTRALIA RAHAPOLIITIKA VALIKUTEST PIKAAJALIST MAJANDUSKASVU SOODUSTAVA KESKKONNA LOOMISEL

2.1. Ameerika Ühendriikide majanduse ja rahapoliitika seosed

Järgnevalt esitatud majandust iseloomustavad arvulised faktandmed pärinevad Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF – *International Monetary Fund*) andmebaasist. Ameerika Ühendriikide puhul on samuti tegemist kõrgelt arenenud majandusega riigiga. Riigi kogu SKP 2011. aastal oli 13288 miljardit ja SKP elaniku kohta 42468 USA dollarit 2008. aasta hindades (Lisa 3). Arvutatud SKP näitajate reaalsed kasvutempod on viimasel kolmel kümnendil (1980-2011) vaadeldava andmerea aastakeskmisena vastavalt 1,6 ja 2,7%. Perioodi majanduskasv on olnud samuti suhteliselt ühtlane, mõningane tagasimineku majanduses on olnud jällegi 80-ndate alguses ja 90-ndate alguses. USA majandus pole aga suutnud Austraaliaga võrreldavalt käituda oma majandust nii infotehnoloogiakriisis sajandivahetusel (nullkasv) kui ka käesoleva globaalse kriisi raames (majandus kahanes nii 2008. kui 2009. aastal). Ameerika Ühendriikide majanduse pisut aeglasemat kasvudünaamikat võib seostada osaliselt ka riigi majanduse suurusega (väiksel avatud majandusel võib olla šokkide esinemisel kergem majandust stabiliseerida), kuid kindlasti mängib olulist rolli majanduse sisemise kasvu dünaamika. Vaadates kahe riigi inflatsiooni ja töötusnäitajaid, on eriti viimastel aastatel selgelt näha Ühendriikide suhteliselt kehvemaid näitajaid (Lisa 2). (IMF 2012).

Nagu juba mainitud, on Ameerika Ühendriikide puhul tegemist maailma suurima majandusega riigiga (absoluutsuuruselt võrreldav kogu Euroopa majandusruumiga). Majandus on tehnoloogiliselt kõrgeltarenenud, tegemist on vaba turumajanduse n.ö. musternäidisega, valitsussektori osakaal majandustegevuse teostajana on madal, siseriiklikult on vähe piiranguid ettevõtete tegevusvabadusele. Samas ei ole kõrge tehnoloogiline areng toonud kaasa hariduse ühtlast jaotumist ja seetõttu on riigis suur majanduslik ebavõrdsus ning madala riikliku sekkumise tulemusena olulised

sotsiaalkindlustusalased probleemid (CIA 2012). Kõrge arengu tingimustes on siiski USA majanduses probleeme väliskaubandusega. Imporditud nafta ulatub tänapäeval pooleni USA tarbimismahust, kõrgenenud naftahinnad on tekitanud USA-s suure väliskaubandusdefitsiidi (lähenedes nii 2009. kui 2010. aastal triljonile dollarile) ja probleemid selle finantseerimise osas, kaasnenud on ka suur eelarvedefitsiit (2010. ja 2011. aastal ulatudes 9%ni SKP-st) (CIA 2012). Lisades siia kõrgenenud tööpuuduse, ei ole raske märgata, et maailma suurimal majandusjõul on probleeme riigi jätkusuutliku majanduskasvu ning heaolu säilitamise kindlustamisega.

1913. aastal asutatud USA Föderaalreserv (*The Federal Reserve*) erineb enamuste riikide keskpankadest oma ülesehituse struktuuri ja toimimispõhimõtete poolest. Kuigi asutus tegutseb selle tarbeks väljatöötatud seaduse alusel ja riikliku järelevalve all, ei ole siiski tegemist täielikult riikliku organiga. Süsteemis on kesksel kohal Föderaalne Vabaturukomitee FOMC (*Federal Open Market Committee*) ning 12 piirkondlikku reservpanka – FOMC, mis koosneb föderaalreservi juhatusest ning reservpankade presidentidest rotatsiooni korras, töötab välja rahapoliitika ning piirkondlikud reservpangad vastutavad selle elluviimise eest (Board... 2012). Piirkondlikud reservpangad on moodustatud sealsete kunagiste pangandussüsteemide baasil ning ei ole riiklikud asutused. Tegemist on erapankade omandis oleva süsteemiga, mis ei ole küll siiski loodud kasumi teenimisele (tekkinud kasum loovutatakse Riigikassale), kuid maksab liikmetele nende investeringult seaduse alusel iga-aastast dividendi suurusega 6% (*Ibid* 2012). Keerukate omandisuhete tõttu süsteemis on pisut erinev ka USA rahatähtede emiteerimise süsteem. Föderaalreserv omab küll õigust rahatähtede emiteerimiseks (*Ibid* 2012), kuid nende väljastamisel osaleb ka Riigikassa (U.S. Department of the Treasury) (U.S.... 2012). Rahapoliitilise süsteemi taolise ülesehituse tõttu, kus era- ja riikliku huvid on segunenud, on sellel palju kriitikuid (Rothbard 1999: 50), kuid kuna USA puhul on tegemist juba eelpool mainitult väga laialdaste vabade turusuhete praktiseerijaga, siis on arusaadav ka selline lähenemine vastavas valdkonnas.

Erinevalt mõnekümneaastatagusest praktikast on tänapäeval maailmas vähe suletud majandustega riike ning nende majanduste osakaal kogu maailmamajandusest on marginaalne. Enamus maailma riike on avatud majandustega, seega võib öelda, et maailma globaalne majandus on tervik, mille osadeks on erinevate üksikute riikide

majandused. Kuna isoleeritult tegutsevad vaid üksikud väheolulised majandused, saab öelda, et riikide majandused on iseseisvad, ent üksteisest siiski vähemal või suuremal määral sõltuvad. Kuivõrd globaalne majandus jaotub vaid mõneks suuremaks ühtselt tegutsevaks jõuks (Põhja-Ameerika, Euroopa, Aasia), võib see tähendada suhteliselt suurt riikide- või regioonidevahelist majanduslikku sõltumist.

Taalise majandusliku sõltuvuse all ei peeta siinkohal silmas üksnes rahvusvahelist kaubavahetust või mõne lähipiirkonna riigi majanduslikku sõltumist teisest. Tegemist võib olla ka laiemat tähendust hõlmava nähtusega – suuremate majandusjõuga riikide ja piirkondade sisemajanduste muutused, majanduspoliitilised ümberkorraldused või riikide ühenduste majanduslikud otsused võivad oluliselt mõjutada nii teiste üksikute riikide kui terve globaalse majanduse käekäiku. Eriti ilmekalt on seda märgata just käesoleva globaalse majanduskriisi taustal.

Rahapoliitika temaatikas on riikidevahelised mõjud samuti olulisel kohal. Globaalsed finantsturud toimivad ühtse tervikuna ning raharingluse kiiruse tõttu jõuavad mõjud toimuda väga lühikese ajakuluga. Riikide majanduste vahelistes suhetes on püütud leida majandusprotsesside tekke algpõhjuseid: kas fikseeritud kursside ajastul oli USA ülemaailmse inflatsiooni tekitajaks ja kas USA rahapakkumise kasv põhjustas rahapakkumise kasvu teistes riikides. Kui lihtsamates tingimustes (fikseeritud vahetuskursside puhul) oli teise küsimuse vastus jaatav (Sheenan 1987: 14), siis esimese puhul tekkis vastustes lahknevusi, oli nii eitajaid (Feige, Johannes 1982: 276-277) kui jaatajaid (Parkin 1977: 170-171). Kui juba kitsendustega oludes selliste vastuste tõlgendamisel leitakse mitmeid lahendusi, siis tänapäevasemates keerukamates tingimustes võivad arvamused veelgi suurema tõenäosusega hakata lahknema.

Arvamusi USA rahapoliitika ja majanduse mõjude kohta teiste riikide majanduste suunas leiab ka uuematest allikatest. Sealjuures rõhutatakse, et kui rahanduslikud mõjud turgude vahel levivad eelkõige USA kinnisvara ja väärtpaberisektori ning liigse likviidsuse loomise kaudu, siis reaalsokkide ülekandemehhanismiks on eelkõige kaubanduskanalid (Bagliano, Morana 2012: 13). Väliskaubanduse olulisus majandusšokkide ülekandjana paneb teiselt poolt olulisse valgusesse riikide valuutade vahetuskursid, sest täpsemalt nende kaudu toimubki kaubavahetus reaalmajandustesse. Ülekandemehhanismi suund USA-lt teistele on tingitud ka asjaolust, et rahvusvahelised

firmad on USA rahapoliitika suhtes tundlikud, see omakorda on USA dollari kui maailma reservvaluuta staatuse järeltulemus (Ammer *et al* 2010: 195).

Kuigi USA majanduse ja rahapoliitika mõjud teiste riikide majandustele on ilmsed, jääb küsimus, kui suures osas mõjutavad teiste riikide majandused ja eelkõige rahapoliitikad USA majandust. Teoreetilises käsitluses puuduvad sellised riigispetsiifilised teistest riikidest (näiteks Euroopast või Jaapanist) tulenevad šokid, mis omaksid USA majandusele märgatavat mõju (Papanyan 2010: 68). See aga ei tähenda, et USA majandus oleks välistele teguritele täiesti immuunne. Palju on räägitud USA majanduse suhetest Hiinaga, seda eelkõige kaubanduslike suhete aspektist ning eriti vahetuskursside temaatikast. Eelmise kümnendi alguses kerkima hakanud USA poliitikute mured Hiina renminbi kursi fikseerimise tõttu USA dollari suhtes liigselt alahinnatud Hiina valuuta kohta on järjest süvenenud.

USA poliitikute väited, et alahinnatud Hiina valuuta reaalkursi tõttu on tekkinud suur USA väliskaubanduse defitsiit ja kõrge tööpuudus, vajavad empiirilist kontrolli. Temaatikat käsitlenud autorid leiavad, et kuigi on positiivne seos valuutakursside vastavasuunalise liikumise ja kaubavahetuse suuruse vahel (Zhenhui 2008: 723), (Corden 2009: F432), (Thomas *et al* 2009: 396), ei ole nimetatud probleemid USA majanduses põhjustatud siiski vaid Hiina valuuta alahinnatusest USA dollari suhtes. Selleks kõrvutatakse näiteks Jaapani jeeni kursi nõrgenemist dollari suhtes vastavalt 46% võrra aastatel 1985-1988, selline muutus tõi aga hoopis kaasa kaubandusdefitsiidi vähenemise 2,1-lt 1,7%-ni, import Jaapanist asendati lihtsalt impordiga mujalt regioonidest (Wing 2008: 61). USA töötusmäära andmete kõrvutamise 90ndatel ja järgmisel kümnendil ei anna samuti põhjust süüdistada vaid vahetuskursi osalust tekkinud probleemides (*ibid*). Ka pole renminbi kursi tugevnemine dollari suhtes aastatel 2005-2011 25% ulatuses kaasa toonud kaubandusülejäägi vähenemist (Zhang 2012: 171).

Hiina SKP näitajatest leitud ostujõu pariteedi tasakaalukurss näitab renminbi pikaajalist alahinnatust alates juba 80-ndatest, suureks muutus kursierinevus 94-nda aasta fikseerimise järgselt (Lisa 6). Pikka aega alahinnatud reaalkurss on aga viimastel aastatel tõusnud ning sellest kõnelevad ka ilmingud Hiina kaupade konkurentsivõimelisuse langusest USA turul, seda eriti transpordimahukate kaupade

osas. Reaalkursi liikumist on võimalik hinnata ka palgatasemete erinevustest lähtuvalt. Pikka aega alahinnatud reaalkurss on ootuspäraselt kergitanud jõudsalt Hiina palgataset (Lisa 7) ning palgatasemete erinevus kahes riigis on oluliselt vähenenud. Praeguse taseme 6-kordse erinevuseni on jõutud 90-ndate keskpaiga lausa üle 40-kordse erinevuse juurest. Palgatasemete kiire ühtlustumise juures peab seega märkima, et USA kriitikat renminbi kursi alahinnatuse osas võib eelkõige õigustatuks pidada tollaegses kontekstis. Hetkel aset leidvate muutuste osas võib ilmselt renminbi-dollarini nominaalkurss olla loetud aastate pärast reaalkursiga samaväärne.

Kuna reaalkursi kujunemine on otseselt seotud ka tööjõu tootlikkusega, võib arvata, et Hiina oluline palgakasv on ka tõusnud tootlikkuse üks väljund, mis viitab jällegi kursi alahinnatuse lõppemisele. Fikseeritud kursi viljelemine Hiina poolt on antud juhul hea näide sellest, kuidas kursi fikseerimine on aidanud kaasa kaubavahetuse suurenemisele. Kuna fikseerimine on tehtud Hiina poolt alahinnatult, siis eelkõige Hiina ekspordi suurenemisele USA suunas. Sellised valikud on aidanud hoida kõrgel eelpool viidatud tootlikkuse kasvu ning saavutada kõrget majanduskasvu. Kuigi alahinnatud kursi tõttu on Hiina palgatasemete erinevuse kahanemine võib-olla jäänud aeglaseks, on siiski arvatavasti tõusnud tootlikkus negatiivsed mõjud kompenseerinud. Reaalkursi ning palgatasemete ühtlustudes peaks tootlikkus olema veelgi tõusnud ning sellega saavutatud tugeva majanduse positsioon.

USA-Hiina väliskaubanduse valguses peaks veel toonitama, et kaubavahetuse tasakaalu kujunemist tingivad eelkõige säästmis- ja kulutamisharjumused vastavates riikides (Corden 2009: F432), ehk USA defitsiit on peale vahetuskursi ka ameeriklaste kulutamise ja hiinlaste säästmise tulemus. Seega võib-olla selle asemel, et sanktsioneerida Hiina kursipoliitikat kaubandusbarjääridega (The US... 2011: 9), peaks USA mõtlema kaubandusdefitsiidi vähendamiseks enda rahapoliitika suunamist siseturu kulutamise ohjeldamiseks ja säästmise suurendamiseks.

Tulles veel hetkeks tagasi rahapoliitika rahvusvaheliste mõjude juurde, siis selles kontekstis on leitud, et Hiina renminbi kursi vabakslaskmine USA dollarist ei vähendaks Hiina sõltumist USA rahapoliitikast (Yin-Wong 2008: 65). Seda infot ja eelnevaid lõike kokku pannes saab öelda, et USA majanduse suurus on nii tema kasuks kui kahjuks. Väljastpoolt tulevad tegurid ei saa oluliselt mõjutada ei majandust ega

rahapoliitikat, kuid samamoodi ei saa ainuüksi neid süüdistada probleemide tekkimisel. Lahenduste leidmisel rahapoliitika valuutakursse puudutavas osas on võimalik, et USA-l tuleb väljuda nõ mugavustsoonist ja majanduse stimuleerimisel võib olla vajalik muude teguritega kasvu tekitamine, kui ainult lootmine välistegurite muutumisele.

Keskpankade poolt kehtestatavad intressimäärad on rahapoliitika peamisteks tööriistadeks riikide majanduste stimuleerimisel või vastupidi – jahutamisel. Intressimäärade kehtestamisel peaks kehtima lihtne ja loogiline seletus – madalad määrad stimuleerivad majandusaktiivsust ja kasvu ning kõrgemad toimivad vastupidi, ülemäärast aktiivsust piirates kahandavad kasvukiirust. Loogika kehtivust tuleks kontrollida ka riikide näitel.

USA keskpanga poolt rakendatav intressimäärapoliitika on ajalooliselt päris kirju. Enim kajastust leidev keskpanga finantseerimise intressimäär on kõikunud vaatluse all olevatel aastatel vahemikus 0-20% (Lisa 4), viimastel kümnenditel vahemikus 0-6%. Joonistub muster, et majandussurutiste saabudes on intresse langetatud ning seda iga järgneva puhul üha agressiivsemalt, kuni sisuliste nullintressideni aastal 2008. Teoreetilise käsitlusega võrreldes on seega jõutud praktikas Friedmani reegli järgimisele.

Põhimõtteliselt aitab intressimäärade kehtestamine aru saada keskpanga käitumismustrist, kas liigutakse vastu majandustsüklit või koos sellega, USA föderaalreservi puhul on tegevus jäänud ühepoolseks, s.t. intresside alandamise kõrval kehvematel aegadel on headel aegadel nende tõstmisel agressiivsus oluliselt väiksem. Tegemist on märgiga, et rahapoliitikas kasutatakse pigem majandustsükliga sümmeetrilisi võtteid.

Käesoleva globaalse majanduskriisi algpõhjusteks peetakse just USA keskpanga liiga pikalt madalal hoitud intressimäärasid eelmise kümnendi jooksul. Kui stabiilsusel on keskpanga tegutsemismalli juures oluline osa heaolu suurendamisel, siis on sellel teiselt poolt intressimäärade kehtestamise liigse stabiilsuse puhul heaolu suurendamist otsiv väljund ka turuosalistele – hakatakse otsima järjest riskantsemaid võimalusi investeerimisel ning tulemuseks on ülekuumenenud majandus (Di Giorgio, Rotondi 2011: 240-241).

Keskpannga sellise käitumise taga võib olla ka nende juhtkonnaga seotud isikute uurimuste soovitusel keskpankadele mitte reageerida turušokkidele, mis kajastuvad varade hindade muutustes (Bernanke, Gertler 2001: 256). Intressimäärade kehtestamisel on USA keskpang järelgi järginud pikalt Taylori reegli juhtnööre ning viimaste kriiside (alates 2001) raames vastupidiselt Euroopa keskpanga praktikale mitte käitunud liiga ekspansiivselt (Belke, Polleit 2007: 2206-2208). See võib anda viiteid, nagu oleks liigne lõtvus rahapoliitikas saanud alguse USA asemel hoopis Euroopast ja käesolev USA nullmäär intressides on lihtsalt ühe etenduse n.ö. teine vaatus.

Intressimäärade kehtestamisel Taylori reegli järgimisega tuleb arvestada aga ka madalate intressimäärade praktikas hetkelolevat probleemi, et lisaks inflatsiooni piiramisega tuleb võidelda potentsiaalse deflatsiooni tekkimise võimalusega. Kui teoreetiline raamistik soovitab madalate intressimäärade tingimustes deflatsiooni võimaliku ilmnemise korral keskpankade eriti jõulist käitumist (intressimäärade langetamist), on siiski näiteks USA praktika uurimisel leitud, et kasutatav lähenemine on olnud siiski pigem tagasihoidlik, mitte agressiivne (Chevapatrakul *et al* 2009: 1706,1721). Leitud tulemused järelikult õigustavad samuti USA poolt rakendatud rahapoliitikat intressimäärade langetamise osas.

Ka varasemates käsitlustes on püstitatud küsimusi, kas väga madalate intressimäärade tingimustes kehtivad tavapärasel rahapoliitilised tõekspidamised või tuleb sellistes tingimustes pigem otsida uusi lahendusi ka praktikas – vastus on jaatav (Blinder 2000: 1094). Kasvu stimuleerimisel on võimalik, et intressimäärade kehtestamisel peaksidki keskpangad käituma agressiivsemalt, eriti arvestades Jaapani majanduse praktikat deflatsiooni tekkimise osas ning käesolevat USA olukorda, kus lisaks tavapärasele rahapoliitika arsenalile on appi võetud ka lisanduvad meetmed likviidsuse suurendamiseks.

Intressimäärade kehtestamise tingimustes tuleb arvestada asjaoluga, et keskpanga poolt määratud intressid on siiski lühiajalised, turuosaliste käitumine lähtub pigem pikaajalistest ootustest. Seetõttu peaks rahapoliitika teostaja lisaks agressiivse lühiajalise intresside kohandamisele tegelema ka turuosaliste pikaajaliste ootuste kujundamisega (Bernanke, Reinhart 2004: 86-87). Loogika peitub selles, et kui turuosalistes teaksid, et intressimäärad püsivad madalal pikemalt, puuduks vajadus

niivõrd agressiivseks sekkumiseks ning turuosaliste käitumine tõenäoliselt ei põhjustaks buumilaadseid olukordi. See on osaliselt vastavuses praeguse USA keskpanga praktikaga, kus turuosalisi on teavitatud kavatsustest hoida intressimäärasid madalal pikema perioodi vältel – madalaid intressimäärasid oodatakse püsivat isegi aastateni 2015-2016 (Brummer, Baird 2012: 65). Hāda on ainult selles, et buum on juba tekkinud mõnda aega tagasi. Tagantjärele tarkus on, et sellist lähenemist oleks ilmselt pidanud efektiivsuse saavutamiseks rakendada juba mõnda aega tagasi. Samuti peitub siin kahe lähenemise selge vastuolo (Brummer, Baird vs. Di Giorgio, Rotondi).

Kuna intressimārade kehtestamise valguses on oluline turuosaliste teavitamise pool, on mõneti õigustatud turuosaliste küsimus, kui pikaks ajaks siiski intressimārad madalaks jäävad. Selles valguses on USA keskpang kaalunud intressimārade otsuse sidumist mingi muu majandusliku näitajaga, näiteks sihttöötusnäitaja saavutamisega. Kuigi keskpang on oma aruannetes väljendanud soovituslikku töötusmāra vahemikus 5,2 – 6%, siis ametnike sõnul tooks selliste näitajate ametlik fikseerimine kaasa rahapoliitika sidumise tegeliku töötusmāraga ja oodatava inflatsioonimāraga, mida oleks nende sõnul keeruline õigustada, näitena tuuakse Euroopat, kus töötus on kasvanud ja püsinud kõrgel aastakümneid, sellise nimetatud praktika rakendamine võiks kallutada rahapoliitika õigelt rajalt terveks inim põlvks (St. Louis... 2012).

Kui intressimārad on rahapoliitika teostaja selgeks tööriistaks kasvu suunamisel, siis inflatsiooni saab vaadelda nii tööriistana, mille abil turuosalisi mõjutada kui ka eelkõige intressimāra poolt tekitatavate mõjude tulemusi reaalmajanduses. Majanduskasvu seisukohast on inflatsioon lisaks olulisele stabiilsusnäitajale kasvu indikaatoriks ja võimalik, et ka indutseerijaks. Empiirilisel on leitud, et kõrged inflatsiooniootused mõjuvad negatiivselt kogutoodangu kasvule (Siklos 2000: 15) ning rāakimata paljukaheldud Phillipsi kõvera järgest tuletustest, et kasvumāar ja inflatsioon on omavahel negatiivses korrelatsioonis (Lansey 2007: 1). Kui eesmärgiks on püsiv majanduskasv, siis sellega käsikäes peaks käima vähemalt mõõdukas, soovitatavalt madal kontrollitud inflatsioon.

USA keskpanga eelmine juht Alan Greenspan oli suur inflatsioonieesmärgi rakendamise kriitik. Tema väitel oli näiteks aastal 2000 liiga vara otsustada, kas strateegia teistes riikides töötab. Oma veendumusi põhjendas ta sellega, et isegi kui lühiajalised

empüirilised tõendid näitavad inflatsioonieesmärgi positiivseid määrke, võib protsess takerduda, kuna puudusid usaldusväärsed inflatsioonimõõdikud (tarbijahinnaindeks on vigane, kuna kajastab tarbijate käitumist, mitte faktilisi andmeid). Greenspani sõnul mingile kindlale eesmärgile orienteerumine ei ole efektiivsem hinnastabiilsuse hoidmisest (Bernasek 2000). Ilmselt paljuski sellel põhjusel keskendus USA keskpang pikalt oma rahapoliitilistes valikutes osaliselt vaid hinnastabiilsuse järgimisele.

Hinnastabiilsuse järgimine erineb inflatsiooni sihtmärgist selle poolest, et kuigi praktikas mõistetakse hinnastabiilsuse all ka madalat ja stabiilset inflatsiooni, tähendab hinnastabiilsus rahapoliitilises mõttes hinnataseme stabiilsust, see tähendab püsivat hinnataset väheste muutustega. Püsiv ja stabiilne inflatsioon seevastu lubab tegelikkuses hinnatasemete muutumist baasist ning seega hinnastabiilsuse järgimise tulemusel on inflatsioonimuutused väiksemad inflatsioonieesmärgiga raamistikust. (Svensson 1996: 15-18). Kui paljud riigid rakendasid inflatsioonieesmärki, kuna neil oli probleeme hinnatasemetega, siis USA-l selline vajadus puudus, sealne pikaajaline inflatsioon ei tekitanud majandusele probleeme (Bernasek 2000). Muutus keskpanga tegutsemiskursis võis tuleneda mitmest asjaolust. Hinnastabiilsus tähendab pigem lühiajalist inflatsiooni ja seega suuremat tööhõive muutumist kui inflatsioonieesmärgiga raamistiku puhul (Svensson 1996: 15-18) ning USA-s kardeti veelgi suurenevaid töötusnumbreid. Hiljutiste stiimulpakettide rakendamise valguses võib arvata põhjendusena ka inflatsiooniootuste kerkimist ning märkimata ei saa jätta keskpanga juhtorgani liikmete pooldavat suhtumist strateegilisse muutusesse. Igatahes käesoleva aasta jaanuaris kohaldas föderaalreserv ametlikult USA rahapoliitikas täiemahuliselt inflatsioonieesmärgi rakendamise ehk kehtestas enda poliitika eesmärgiks inflatsiooni numbrilise suuruse 2%, tegemist on koguinflatsiooninäitajaga, milles kajastuvad nii energia kui toiduainete hinnamuutused (St. Louis... 2012).

Inflatsioonieesmärgi raamistikul on reaalsuses kolm olulist omadust, see peaks tagama püsivalt madala inflatsiooni, kõrvaldama inflatsioonisurve ja tagama selguse poliitika läbiviimise protsessis (Remarks... 2003). Peale reaalse inflatsiooni ohjeldamise tegeletakse seega aktiivselt ka turuosaliste inflatsiooniootuste kinnistamisega põhjalikus avalikustamisprotsessis. Lisandub veel selgelt fikseeritud inflatsioonieesmärgi numbriline suurus, mis peaks muuhulgas olema selgitav viide inflatsiooniootuste

kujunemisel. USA näite põhjal puudus sisuliselt vaid viimane osa. Föderaalreservi senist ettevaatlikkust inflatsioonieesmärgi fikseerimisel võib arvatavasti seostada senise suhteliselt hea inflatsiooni ohjeldamise renomee valguses vastumeelsusega tunnistada reaalse lubatava pikaajalise inflatsiooni suurust numbrilisel kujul. Samuti võib põhjusena arvata keskpanga enda hinnangut, nagu lubaks konkreetsest numbrilisest eesmärgist hoidumine ja inflatsioonieesmärgi liikumise lubamine pöörduda inflatsiooni juhtimise kõrval vajadusel ka kogutoodangu stabiliseerimisele (Tetlow 1999: 50-51). Hilisemates uurimustes on aga leitud, et Greenspani-aegses praktikas ei olnud kogutoodangu stabiliseerimine iseseisev argument, see oli vaid instrumentaalse tähtsusega teiste eesmärkide saavutamisel (Castelnuovo, Surico 2003: 335). Järelikult oleks võinud inflatsioonilise eesmärgi fikseerida USA-s vabalt ka juba tosinkond aastat varem.

USA rahapoliitika praktika on globaalse majanduse jaoks olnud kahtlemata suurima tähtsusega. Viimaste kriiside valguses tundub olevat majanduskasvuks soodsa keskkonna tekitamine USA rahapoliitika teostajate jaoks järjest keerulisem ülesanne. Selle põhjuseid uuritakse sügavamalt ülejärgmises alapeatükis.

2.2. Austraalia majanduse ja rahapoliitika seosed

Järgnevalt esitatud arvulised faktandmed pärinevad Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF – *International Monetary Fund*) andmebaasist. Austraalia kuulub majanduse arengu poolest arenenud riikide hulka. Riigi kogu SKP 2011. aastal oli 1323 miljardit ja SKP elaniku kohta 58827 Austraalia dollarit 2008. aasta hindades ning 40837 USA dollarit (jooksvates rahvusvahelistes hindades) ostujõu pariteedi järgi (Lisa 2). Arvutatud SKP näitajate reaalsed kasvutempod on viimasel kolmel kümnendil (1980-2011) vaadeldava andmerea aastakeskmisena vastavalt 3,2% ja 1,8%. Perioodi majanduskasv on olnud suhteliselt ühtlane. Mõningane tagasimineku majanduses oli 80ndate alguses ja 90ndate alguses. Kuigi kasv küll nii infotehnoloogiabuuri tagasilöökidest käesoleva aastatuhande alguses kui ka käimasolevast ülemaailmsest majanduskriisist tingituna lühiajaliselt vähenes, on suudetud suhteliselt hästi püsida positiivses tsoonis – pole esinenud majanduslangust. Reaalkasvu suhtelist püsivust näitab ka OECD arvutustel põhinev ostujõu pariteeti arvesse võttev SKP näitaja, baasiks on siin võetud 2005. aasta (Lisa 1). Võttes arvesse USA ja Austraalia dollari vahetuskursse, ei saa mainimata jätta

Austraalia suhteliselt kõrget hinnataset Ameerika Ühendriikide suhtes (SKP jooksvates hindades ostujõu pariteeti arvestamata 2011. aastal oleks 66984 USA dollarit). Analüüsidest riigi majanduse käitumist potentsiaalsest sooritusest hälbumise poolest, võib öelda, et Austraalias on riigi majandusvõimsus täielikult rakendatud, vaadeldava perioodi toodang ületab kogu perioodi vältel keskmist potentsiaalset kumuleeruvalt koguni 10% (Lisa 3). (IMF, 2012).

Austraalia tööstussektor põhineb suuresti kohalike loodusressursside kasutamiseks rakendatud investeeringutel. Lisaks on riigis arenenud teenindussektor ning ollakse looduslike ressursside, energia ja toiduainete oluline eksportija. Nagu eelpool mainitud, on suhteliselt hästi suudetud viimastel aastatel toime tulla ülemaailmselt aeglustuva majandusega, töötusmäär on püsinud stabiilsena 5% ringis. Eelarvedefitsiiti oodatakse peatuvat 4%-l ning eelarve peaks olema ülejäägis juba aastal 2015. (CIA, 2012). Oluline põhjus sellistel arengutel on kindlasti Austraalia peamistel kaubanduspartneritel. Nii moodustavad ekspordis 60% käibest Hiina, Jaapan, Lõuna-Korea ja India. Impordi arvestuses domineerivad järjekohaselt Hiina, USA, Saksamaa ja Kagu-Aasia väiksemad riigid (CIA 2012).

Austraalia keskpanga ja rahapoliitika juured said alguse 10 aastat peale riigi iseseisvumist, 1911. aastal loodi Austraalia Ühenduspank (*Commonwealth Bank of Australia*). Raha emiteerimise õigused anti valitsusasutuste poolt pangale üle alles 1924. aastal. 1959. aastal lahutati panga kommerts- ja riiklikud funktsioonid ning riigipanga funktsioone hakkas täitma uue nimega Austraalia Reservpank (*Reserve bank of Australia*). Austraalia keskpanga rahapoliitika olulisemad sündmused toimusid aastatel 1966, kui kehtima hakkas Austraalia naela asemel dollar. Aasta hiljem loobuti fikseeritud kursist Inglise naelsterlingi suhtes USA dollari kasuks ja 1983. aastal sai Austraalia dollar vaba kursiga valuutaks. Austraalia keskpank, olles juba varem oma rahapoliitika rakendamisel liikunud turule orienteeritud meetoditele, oli aastaks 1984 muutnud oma finantsüsteemi täielikult dereguleerituks. Samal ajal töötati keskpangas välja eraldi pangandusjärelevalve funktsioonid. (RBA 2012). Selle tulemuseks oli finantsinstitutsioonide suurem tegevusvabadus ja hõlpsam orienteerumine turutingimustele vastavaks ning Austraalia majanduse efektiivsuse oluline suurendamine (Impact... 2012). Peale keskpanga üldiste eesmärkide – riigi elanike

heaolu kasvu, täishõive saavutamise ja Austraalia dollari stabiilsuse toetamise – rõhutati aastast 1993 hinnastabiilsuse saavutamise olulisust. Kuni tänaseni pole sisuliselt Austraalia keskpank rahapoliitika läbiviimisel muutusi teinud, erinevate deklaratsioonidega on vaid rõhutatud asutuse rolli finantsüsteemi läbipaistvuse suurendamisel (2007) ja finantsstabiilsuse tagamisel (2010). (RBA 2012).

Kui USA oma suurest ja arenenud majandusest tulenevalt võib olla vähearvestav väliste tegurite suhtes, siis kuigi Austraalia majandus on hästiarenenud, on tegemist siiski oluliselt väiksema majandusega, mis on mõjutatav globaalsest majandusest ja ka suuremate riikide rahapoliitikast. Näiteks USA-Austraalia vaheliste suhete uurimistes on leitud, et seosed kahe riigi inflatsiooni ja rahapakkumise kasvu vahel on pigem positiivsed ning suunatud USA-lt Austraaliale (Burdekin 1992: 27-28).

Samas ei saa mööda vaadata ka varemviidatud faktist, et Austraalia dollar oli USA dollariga seotud kontrollitud kursiga dekaad pikemalt kui enamus riikide valuutasid. See võib olla ka rahapoliitiliste seoste püsimise üks oluline osa. Kuna Austraalia puhul on tegemist välistele mõjuritele avatud majandusega, peab sealset majanduskasvu silmas pidades tähelepanu pöörama ka vahetuskursist tulenevatele tegurite.

Austraalia dollari reaalse vahetuskursi uurimisel on leitud, et olulisi hälvimisi tasakaalukursist leidis aset 70-ndatel (kui tegemist oli fikseeritud kursi hoidmisega), väiksemaid kõikumisi on esinenud perioodil alates 1992. aastast, mis võib anda tunnistust sobiva rahapoliitika raamistiku kasutamise positiivsest mõjust ka reaalkursile ning majanduse rahvusvahelise konkurentsivõime säilitamisele (Hoarau *et al* 2008: 104). Eelviidatud Balassa-Samuelsoni hüpoteesi kehtimine on kinnitust leidnud ka Austraalia näitel – produktiivsuse kasv tõstab reaalselt vahetuskurssi, kuigi leitud seoste suurust peab autor ise liigselt võimendatuks ning on ilmselt seletatav ka lisanduvatest faktoritest (Chøwdhury 2011: 84). Vahetuskursi stabiliseerimise kulude seisukohast on leitud, et kuigi reaalse vahetuskursi kõikumust on võimalik alternatiivsete kuludega (kõikumuse suurenemisega toodangumahu ja inflatsioonis) vähendada, keskpank peab lihtsalt intressimääradega võrdlemisi agressiivselt reageerima reaalkursi muutustele ning vähemagressiivselt toodangu ja inflatsiooni muutustele (Crosby *et al* 2008: 364). Tekkivate lisanduvate kulude suurust arvestades on Austraalia näitel siiski keskpangal

majanduse tervise seisukohast lähtudes soovitatud lubada reaalkursil mõõdukal määral kõikuda (Dennis 2003: 20).

Rahapoliitika rahvusvaheliste mõjude juures oli juba mainitud ja ei saa arvestamata jätta USA dollari kui maailma reservvaluutana püsimise olulisust. Iseenesest on reservvaluutana dollari kasutamine mõneti sarnane valuutaliidu ühepoolse variandina. Kuivõrd teoreetilises osas oli mainitud valuutaliitude positiivne mõju osalejate majandustele kaubavahetuse aspektist ning mitmed autorid on Okeania piirkonnas käsitlenud nii valuutaliitude tekitamist (Jayaraman *et al* 2007: 508-518) kui ka ühepoolset Austraalia dollari kasutuselevõttu üksikute riikide poolt (Drew *et al* 2001: 18-19), võiks Austraalia oma rahapoliitikas kaaluda ka ise valuutaliitu lähema piirkonna riikidega - Uus-Meremaa ja Vaikse ookeani riikidega. Kaasnevad positiivsed efektid võivad olla tulusad mitte ainult väiksematele liitujatele vaid ka Austraalia enda majandusele.

Kui USA keskpang on intressimäärade rakendamisel pigem panustanud majandustsükli suunas, siis Austraalia keskpanga tegutsemine on omane olukorrale, kus rahapoliitikat rakendatakse pigem n.ö. vastu tsüklit töötamiseks. Paremini on see tulnud esile globaalse buumi aegsete intressimäärade kehtestamisel. Intresse tõsteti stabiilselt ja üsna märgatavalt kuni aastani 2008, sama taktikat on märgata ka 2008. aastal algust saanud kriisi järgsel perioodil (Lisa 5). Samas Austraalia puhul puudus ka olukord, kus intressid olid lähedal ülimadalatele tasemetele juba 2001. aasta kriisi järgselt.

Intressimäärade taseme suhteliselt kõrgel hoidmine võrreldes USA ja Euroopaga eelmise kriisi järgselt ja nende julgem tõstmine enne käesolevat kriisi on kindlasti üheks faktoriks, miks Austraalia majandus on suhteliselt hästi vastu seisnud globaalsele langusele. Kui buumiaegsetel aastatel oli täheldatav Austraalia kinnisvara ülehinnatuse probleem juba isegi 2003. aastal (Fry *et al* 2010: 484), siis selle ulatus juba 2005. aastaks (Cooper, Madigan 2005: 32) oli siiski pigem tagasihoidlik, võrreldes nimetatud riikidega ning julgem lähenemine summutas tekkivad probleemid jooksvalt juba 2006.-2007. aastal (Fry *et al* 2010: 484).

Kõrgel püsinud intressimäärad on lisaks buumiaegsele stabiliseerivale efektile toonud Austraalias kaasa ka kõrgemate tootluste tõttu suurenenud investeringute sissevoolu.

Kuigi see on teiselt poolt põhjustatud ka teiste riikide madalatest intressidest, on tegu riigi majanduse jaoks siiski positiivse efektiga.

Austraalia majanduse heas käekäigus on kindlasti oma osa mängimas ka globaalse tooraineturu poolt põhjustatud tegurid, siiski võib möönda, et õigel ajal rahapoliitika teostaja poolt arvesse võetud lühi- ja pikaajaliste eesmärkide ühtlustamine ning arvestatav sekkumine intressimäärade kehtestamisega majandustsükli suunamiseks on edukalt oma eesmärgi täitnud ning taganud riigi majandusele tagasihoidlikumad tagasilöögid võrreldes riikidega, kes sellist praktikat pole rakendanud. Nii et loogiline seletus intressimäärade kehtestamise praktikas peab paika – rahapoliitika teostaja osaks peab jääma vaid õige hetke valimine, millal vastava instrumendiga turutingimusi peab mõjutama hakkama.

Kui USA on faktiliselt seni olnud kahemandaadilise rahapoliitika teostajaks (hinnastabiilsus ja tööhõive), käesolevast aastast ka *de jure* inflatsiooniraamistiku täiemahuline järgija, siis Austraalia on praktiseerinud täielikku inflatsioonijuhtimise raamistikku juba peaaegu kaks aastakümnet. Austraalia puhul on praktikas väikesed erinevused USA-st. Näiteks on eesmärgi numbriliseks suuruseks arvestatud 2 – 3% aastas, kuid seda laiendustega, keskmiselt aastas majandustsükli jooksul (Reserve..., Inflation... 2012). Samuti järgitakse Austraalia puhul tarbijahinna muutusi (CPI – *consumer price inflation*) pisut segasemal kujul, kuna rahapoliitika teostaja on jätnud sisuliselt seniajani fikseerimata hinnaindeksi arvutamise täpsed alused, vihjates esialgu baasinflatsioonile (*underlying inflation*), s.t. inflatsioonile, mis jätab arvestamata muutlike hindadega komponendid, hilisemalt CPI-le detailsemate täpsustusteta (Dixon, Lim: 1-4). Sellest tulenevad osaliselt ka edasises käsitletavat inflatsioonieesmärgi raamistiku puudused.

Inflatsioonimäärade statistika näitab, et peale raamistiku rakendamist on tõesti Austraalias suudetud hoiduda varasemast suhteliselt kõrgest inflatsioonist (Lisa 3). Praktika kasulikkus on kajastamist leidnud ka empiirilistes uurimustes. Näiteks Sánchez-Fung näitab 10 arenenud riigi, s.h. Austraalia näitel, et inflatsioonijuhtimise strateegia aitab vähendada inflatsiooni ja intressimäärasid (Sánchez-Fung 2008: 1035). Kuna inflatsiooniraamistiku rakendamisel on oluline inflatsiooniootuste vormimine, siis on uuritud ka inflatsiooni määramatuse ja inflatsiooni seoseid. On leitud, et inflatsiooni-

ja tootmismahu määramatus omavad negatiivset ja olulist efekti kogutoodangu kasvule. Inflatsiooni määramatus omab positiivset ja olulist efekti inflatsioonile, kogutoodangu määramatus omab negatiivset ja olulist efekti inflatsioonile. Samuti on leitud, et nafta hinna muutused mõjutavad oluliselt inflatsiooni määramatust ning inflatsioonimääramatus ja inflatsioonitase on mõlemad langenud peale inflatsioonieesmärgi rakendamist Austraalia rahapoliitikas (Mallik, Chowdhury 2011: 440-441). See tähendab, et rakendatud rahapoliitika on täitnud oma esialgu kavandatud eesmärgi ehk suurendanud usaldusväärset ja stabiilsust. Kuigi kõik arvilised indikaatorid näitavad inflatsioonieesmärgi järgsete tulemuste paranemist – inflatsioon on alanenud, SKP kasv püsib hoolimata kriisist ning on vähemkõikuv, töötusmäär on langustrendis – püsib endiselt küsimus, mil määral on tulemused rahapoliitika tulemus ning mil määral ressursibuumi tulemus (Lim 2009: 116).

Lisaks positiivsele vastukajale võib täheldada ka negatiivset suhtumist inflatsioonieesmärgi raamistikku. Esiteks võib kitsas, vaid inflatsioonile suunatud poliitika viia soovimatute tagajärgedeni majanduskasvus ja tööhõives. Teiseks, kuna inflatsioon on eelkõige imporditud ning seega väljaspool keskpanga kontrolli, puudub võimalus seda efektiivselt juhtida. Viimane väide on õige vaid osaliselt. Näiteks moodustavad Austraalia koguinflatsioonist kaubeldavad tooted väiksema osa, seega domineerib inflatsioonisurves pigem siseturg (Lim 2009: 116). Lisaks on autoreid, kes rõhutavad raamistiku tõttu Austraalia majanduskasvu nihkumist endogeenselt teguritelt eksogeensetele ja väidavad, et inflatsiooniraamistik pigem lõhub uuesti arendada püütavaid sisemist kasvu tekitavaid tegureid (Snooks 2008: 208, 228). Selle teooria põhjendused tunduvad olevat aga mittetäielikud ning kohati formaalloogikaga vastuolus. Põhiline argumenteeritud kriitika peaks olema suunatud inflatsioonisihhi fikseeritud suuruse aluseks oleva indeksi arvutusmetoodikale, indeksist väljajäetud muutlike hindadega kaupade mõju arvestamata jätmisel võib tegelik inflatsioonisihimärk erineda oluliselt soovitud suurusest.

Sõltumata kriitikast on inflatsioonieesmärgi praktiseerimise kasuks otsustanud enamus riike ning tulemused tunduvad kaasneva täiendava stabiilsuse näol olevat rahuldavad. Kriitika osas võib tuua siin paralleele kriitikaga demokraatia aadressil – paremat praktikat ei ole veel lihtsalt välja töötatud. Kuigi selline lähenemine võib tunduda veidi

liialdatud, on tõsi selles, et rahapoliitiliste valikute väljatöötamisel rakendatakse meetmeid siiski vastavalt selles suunas, kus on probleemi teravik kõige suurem. Selleks on viimastel aastatel paljudes riikides globaalse languse tingimustes ühelt poolt võitlemine deflatsiooni tekkimise ohuga ning teiselt poolt täiendava likviidsuse pakkumise tingimustes inflatsiooni liigse kasvu vältimine.

2.3. Rahapoliitika praktika iseärasused globaalse majanduslanguse tingimustes

Viimaste aastate rahapoliitiliste võtete valguses leidub viiteid sellele, et USA keskpang maailmamajanduse ühe suurema jõuna on majandusüksikuga sümmeetrilise rahapoliitika teostamisega olnud osaline mitme varamulli tekitamises (Malpass 2011: 601). Madalate intressimäärade tingimustes ja majanduskasvu stimuleerimise vajaduse tõttu rakendatud enneolematult suured stiimulpaketid riikide ning eelkõige USA keskpanga poolt on kahtlemata ebatavalised meetmed. USA keskpanga varade maht on kasvanud aastatel 2008-2012 oluliselt, olles esialgu stabiilselt allpool triljonit dollarit ning hetkel ulatudes pea kolme triljoni dollarini (Assets... 2012). Oluline on siinkohal toonitada, et varade mahu kasvust suure osa on andnud USA keskpanga poolt soetatud riigivõlakirjad.

Keskpankade stiimulmeetmed majanduses ei ole siiski täiesti tavatud. USA on ise juba 60-ndatel rakendanud sarnaseid meetmeid, küll väiksemas mahus (Alon, Swanson 2011: 1). Samuti on Jaapanist sarnase praktika kohta näited juba alates 90-ndatest aastatest. Kuigi empiirilised uurimused Jaapani keskpanga rakendatud meetmete kohta pikema perioodi juures ei laida küll taolisi võtteid otseselt maha, ei tormata ka kinnitama nende positiivset mõju efektiivsete lahendustena turuosaliste heaolu tõstmiseks (Kimura, Small 2006: 30), (Girardin, Horsewood 2002: 235-236). Selline info peaks tõstma valvsust taoliste poliitikate rakendamise osas, eriti kui seda tehakse tavatult suurtes mahtudes.

Vaadates rakendatud meetmete valguses riikide majanduskasvu dünaamikat (Lisa 2), ei saa tuua esile mingeid olulisi positiivseid mõjusid. Riikide majanduskasv on küll taastumas, kuid probleemid, näiteks eelkõige tööhõivega seonduv, ei ole majandustest veel kadunud. Keskpankade tavatu käitumise valguses tuleks hinnata ka turuosaliste reageeringuid sellistele võtetele. Heaks näidikuks on hinnata, kas turuosalised usaldavad

tavatult suurtes mahtudes varasid kasvatavaid keskpanku nende põhilise ülesande teostamises ehk stabiilsuse tagamises.

Eelpool viidatud varamullide ehk hinnašokkide kujunemise statistikat vaadates (Lisa 8) on aga märgata, et kriisi viimase tsükli algusest alates on nii kulla kui nafta hind kahekordistunud ning kui arvesse võtta USA dramaatiliselt vähendatud intressimäärade algust 2002. aastal, siis on hinnaliikumised veelgi suuremad. Kuna tegemist on globaalse majanduse tingimustes oluliste varadega ning kulla puhul on tegemist varasematel perioodidel rahapoliitiliseks tagatiseks olnud varaga, tuleb hinnata, millest sellised anomaaliad on põhjustatud.

Viimase globaalse majandustsükli alguseks võib lugeda Aasia kriisi 90ndate lõpus ning sellele ajaliselt kohe järgnenud infotehnoloogiamullist tekkinud kriisi aastatuhande vahetusel. Kuna nende kahe sündmuse järgselt alustas USA keskpank intresside alandamise tsükli, võtame vaatluse alla perioodi 1998-2012. USA keskpanga tegevuse näitajate (intressimäära ja keskpanga varade mahu) ja varade (kulla ja nafta) hindade ajalooliste andmete (Lisa 8) võrdlemisel on selgelt näha kasvu nii nafta, kulla hinna kui keskpanga varade mahu osas, samal ajal intressimäär on ajas langenud. Andmete skaalade erinevuse kõrvaldamiseks on algandmed teisendatud naturaallogaritmide kujule, statistilise analüüsi teotamisel on kasutatud programmi SPSS.

Statistilise kontrolli tulemusena võib öelda, et kulla hind on väga selgelt (mudeli kirjeldatuse tase 0,900) sõltunud eelkõige keskpanga varade mahust (olulisuse nivool 0,000), vähemal määral intressitasemest (olulisuse nivoo kriitilisel piiril 0,051) (Lisa 9). Nafta hinna liikumine on sõltunud (mudeli kirjeldatuse tase 0,733) samuti eelkõige keskpanga varade mahust (olulisuse nivoo 0,01) ning pisut vähem intresside tasemest (olulisuse nivoo 0,04) (Lisa 10). Mudelite usalduspiirid on suhteliselt laiad. See võib olla tingitud andmerea vaatluste arvu väiksusest, aga ka sõltumatute muutujate omavahelistest seostest. Multikollineaarsuse test lubab küll andmeid tõlgendada olukorda kirjeldavana (kollineaarsustolerants üle 0,1). Parema hindamise läbiviimiseks ei ole antud juhul võimalik mudelisse lisada ka alternatiivseid Föderaalreservi tegevusi kirjeldavaid muutujaid.

Leitud seostele võib anda kaudseid hinnanguid ka teistel meetoditel. Arvestades, et maailmas on kaevandatud aegade jooksul alla 200 tuhande tonni kulda ning sellest hinnanguliselt 40% kasutatakse spekulatiivsetel eesmärkidel (Soos 2011, Investment 2012), saab lihtsa arvutusega leida, et kulla hinna muutuse aastatel 2006-2012 on kaasa toonud rahakogus ligikaudse suurusega 2 triljonit USA dollarit. Arvestades asjaolu, et kulla hinna tõusu spekulatiivne komponent on põhjustatud ka madalamatest intressimääradest ning keskpanga varade mahu tõus on põhjustanud ka nafta hinna kasvu, on kerge aimata, et suur enamus USA ja Euroopa keskpankade stiimulmeetmete rahalistest vahenditest ongi osalised suurtes varade hinnaliikumistes. Andmetele tuginedes võib seega väita, et varamullide põhjustamine on tingitud eelkõige tavatute meetmete osas keskpanga varade kasvu silmas pidades, kuid ka tsükli suunas liikuva intresside tasemega.

Nafta hinna liikumise mudeli madalamat kirjeldatavust võib põhjustada asjaolu, et tegemist on siiski mitte ainult vabaturu tingimustes kujuneva vara hinnaga, vaid suures mahus naftakartelli OPEC-i dikteerimisel kujuneva hinnaga. Sellest sõltumata ei saa alahinnata aga ka sisulist rahapakkumise kasvu mõju hinnaliikumistele.

Selliste keskpanga poolsete tavatute võtete rakendamine eelkõige varade mahu kasvu silmas pidades toob endaga kahtlemata kaasa riski inflatsiooni tõusmiseks ning omakorda toob kaasa uute varamullide tekkimise võimaluse arenevatel turgudel, tooraine- ja sellega seotud majandussektorites. Kuigi empiirilisel on tõendeid selle kohta, et rakendatud stiimulmeetmete tõttu ei ole ohtu inflatsiooni oluliseks kasvuks (Glick, Leduc 2011: 5) ning ka antud töös eelpool toodud andmetele tuginedes võib öelda, et inflatsiooni osas ei saa rahapoliitilisi meetmeid näidata hinnatõusu tekitajana (Lisa 11), võib ilmselt väga julget kriitikat kartmata aga andmetele oponeerida ja väita, et USA näite puhul on veel vara hinnata selliste meetmete pikaajalist mõju. Kui varaostud suurendavad toorainehindasid ning seega pikaajalist inflatsiooni, tekitavad nad juurde majandusprobleeme nii USA-le suurema kaubandusdefitsiidi näol kui globaalsele majandusele hinnasurve näol.

Kuigi rakendatud meetmeid USA-s on tehtud juba lausa mitmes osas ning justkui leiduks tõendeid positiivsetest tulemustest eelkõige laenuintresside langetamise abil majandusliku aktiivsuse stimuleerimise ning kogunõudluse toetamisega (Gagnon *et al*

2011: 57), (Kozicki 2011: 13), on keskpankurid selliste võtete rakendamisel siiski ettevaatlikud ning on neid, kes äärmise vajaduse puudumisel nendest hoiduvad (Siegel 2011:2), kuid ka neid, kes hoiatavad nendest liiga kiiresti loobumise eest (Munro 2010: 8).

Kui esitada küsimus, kas keskpanga tegevus aitab majanduskasvu seisukohalt stabiliseerida riigi seisundit, kas riigivõla intress ja keskpanga intressimäär on omavahel seoses, siis kindlasti jah, intressimäärade madalal hoidmine aitab alandada üldist intressitaset ning ka vähendada võimalust, et USA riigivõla teenindamine muutub koormavaks majandusele. Väitele leidub toetust ka empiirilistest uurimustest – USA keskpanga suuremahulised varaostud on vähendanud pikaajaliste varade/võlgade pakkumist ja toonud sellega allapoole riigivõlakirjade intresse (Taeyoung 2010: 5). Õhku jääb rippuma vaid küsimus, mis saab pikemas perspektiivis – kohustuste aegumistähtaegade saabumisel.

Täiendav küsimus on selles, kas keskpanga tegevus rahapoliitika teostamisel peaks silmas pidama riigi rahanduslikku seisundit ning vajadusel olema suunatud selle seisundi parandamisele. Keskpankade üldist sõltumatuse definitsiooni arvesse võttes kindlasti mitte. Pigem peaks keskpank silmas pidama üldist pikaajalist majanduslikku stabiilsust ning vältima selliseid fiskaalpoliitikaga seotud eesmärkide täitmist. Selles plaanis on USA keskpank käitunud oma tegevusega riigivõla finantseerimise osas tavapraktikat eirates ning kaasnenud hinnatõusud stabiilsust pakkuvates varades viitavad selgelt ka turuosaliste negatiivsele suhtumisele sellisesse keskpanga praktikasse.

Keskpankade kui stabiilsust tagama pidavate asutuste loogikast lähtudes võiks arvata, et nende tegutsemispoliitika on püsiv ja pikaajaline. Sellisest loogikast lähtudes võib tavatute meetmete rakendamine anda turuosalistele signaale, et selline poliitika ongi keskpangale meeltemööda tavapraktika. Selliste konfliktide vältimiseks soovitatakse turuosalistele anda väga selgeid signaale toimuva protsessi detailse teostuse ja eesmärkide kohta (Kozicki 2011: 13). Signaalide andmine ja ootuste tekitamine on rahapoliitika transmissiooniprotsessi oluline osa ning on leitud, et antud juhul toetas see oluliselt tavatu rahapoliitika läbiviimise protsessi (Bauer, Rudebusch 2011: 4-5). Kuigi Föderaalreservi ametnikud ise rõhutavad, et stiimullahendused olid edukad, kuna

eemaldasid ohu deflatsiooni tekkimise näol ja suurendasid keskpanga autoriteeti võimekuse osas madalate intressimäärade tingimustes (n.ö. seotud käte olukorras) teostada vajalikus raskendatud suunas toimivaid stabiliseerimisprotseduure (Bullard 2011: 3), saab varahindade olulisele kasvule viidates aga näidata siiski ka paljude turuosaliste usalduse kaotust keskpanga tegevusele.

Kui abipakettide toel toimus suhteliselt suur likviidsuse lisamine süsteemi, siis täiendav inflatsiooniootuste fikseerimine võib olla oluline ka sellest aspektis, et on aidanud alandada lühiajalist ning buumilaadset nõudlust odava laenukapitali järele, kuna turuosalised kõrge inflatsiooniootustega ja madalate intresside tingimustes laenaksid meelsamini kui madala inflatsiooniootustega samadel tingimustel. Sellega suudetakse rohkest likviidsuse pakkumisest hoolimata nõudlust selle järele stabiliseerida ning siluda nõudlust pikemale ajahorisondile. Lisades siia USA keskpanga püstitatud küsimuse klassikalise rahakordaja tegeliku olemasolu kohta ning saadud negatiivse vastuse (Carpenter, Demiralp 2010: 27-29), võib arvata, et on toetajaid ideele, et tavatud rahapoliitilised võtted majanduskasvu ei ohusta.

Ühelt poolt on selline lähenemine majandusele küll kasulik, kuid kas mitte ainult lühiajaliselt? Rakendatud stiimulmeetmete osas on leitud tõsiseid küsitavusi nende vormistamise loogilisuse osas (Coy 2008: 32) ning viiteid sellele, et keskpangad kipuvad negatiivseid kõrvalmõjusid eirama (Kozicki 2011: 13). Lisaks meetmete esialgsetele võimalike protseduuriliste väärkohaldamiste küsitavusele tekib õigustatud küsimus, kas keskpank ikka tõesti mõtleb pikaajaliselt, ehk jällegi – mis hakkab juhtuma ostetud võlgade aegudes, samas kui püsib vajadus uute finantseerimiste järele. Ei saa ju keskpank lõputult jääda fiskaalpoliitikat finantseerima, sellise tegevuse tagajärjed viiksid lõpuks kindlasti inflatsiooni kontrollimatu kasvuni ning keskpankade arengus tähendaks see suurt sammu tagasi.

Majanduse toimimist on finantsstiimulitega toetatud ka Austraalias (Ehler 2009: 6). Tegemist on olnud siiski valitsuspoolsete abipakettidega, mis ei ole olnud suunatud otseselt keskpanga poolt, seega ei saa väita, et Austraalia oleks rakendanud teiste riikidega sarnases mahus rahapoliitilisi päästeoperatsioone. Üheks põhjuseks on kindlasti olnud Austraalia keskpanga senisest kõrgemad intressimäärad – kuna on ruumi alandada intressimäärasid ja selle abil stimuleerida majandust, ei pea rakendama

tavatuid vahendeid. Lisaks on Austraalias suudetud majandustsükliga vastupidiselt toimiva rahapoliitikaga kohalikus majanduses liigseid vara hindade liikumisi edukalt vältida. See on üks väga tõsiseltvõetav argument, miks peaks riiklik rahapoliitika teostaja majanduskasvu pikaajalist jätkusuutlikkust silmas pidades majandust stabiliseerima asümmeetrilise sekkumisega.

Kui keskpangad kaotavad oma rahapoliitilise sõltumatuse ning nende reageerimine tekkinud šokkidele varahindades on turuosaliste ootustele vastupidine, aidates kohati isegi uute šokkide tekkimisele kaasa, võib see kaasa tuua turuosaliste olulise usalduse kaotuse keskpankade suhtes. Pikaajaliselt võib see tähendada paljude turuosaliste majandusliku aktiivsuse langust, kuna osaliselt teadmatusest ning vastuolulistest ootustest, osaliselt keskpankade ebaloogilisest käitumisest põhjustatud turumoonutuste tõttu võivad riskid olla vastuvõetamatult suured.

Võimaliku inflatsiooniohu realiseerudes hakkavad kahtlemata kasvama ka turuosaliste nõutavad tulunormid ning seda hoolimata keskpankade madalatest intressimääradest. Krediidi hindade kasvades nõudlus laenude järele kindlasti väheneb ning kaasnevaks mõjuks on jällegi majandusaktiivsuse kahanemine. Selline mitmel põhjusel majandusaktiivsuse vähenemine toob aga paratamatult kaasa majanduse väiksema kasvu ning isegi võimaliku kahanemise. Kui aga tegemist on pikaajalise aktiivsuse vähenemisega, on oht majanduskasvu mittepüsimisele veelgi suurem.

2.4. Järeldused, soovitused

Kui riigid soovivad luua soodsat keskkonda pikaajaliseks majanduskasvuks, on rahapoliitiliselt vajalik aktiivne sekkumine turuosaliste kavatsuste suunamisel ja vormimisel. See kehtib nii suurte kui väikeste majanduste, nii seni vaba turumajanduse toimimisega musternäidiseks oleva riigi (USA) kui suurema valitsusorganite sekkumist praktiseeriva riigi (Austraalia) majanduses korral.

Keskpannga roll rahapoliitika teostajana pikaajalist majanduskasvu soodustava keskkonna loomisel on suuresti tasakaalustada teoreetilises osas väljatoodud kolme majanduskasvu teguritegrupi kahte viimast osa: ühelt poolt stimuleerida majandusaktiivsust kõrge tööhõive, investeringute ja raharingluse toetamisega ning

teisalt pakkuda stabiilsusgarantiid inflatsiooniliste ootuste kinnistamise, majanduse tsüklilisuse silumisega. Konkreetseteks valikuteks tuleb kitsendada taustsüsteemi tingimused ja üldised välised arengutendentsid, sest kuigi keskpang võib oma tegevustes jõuda efektiivsete lahendusteni, sõltub palju ka teguritest, mis ei allu keskpanga kontrollile.

Rahapoliitilistest valikutest on arenenud riikide puhul inflatsiooni juhtimise raamistik efektiivne vahend majandusliku stabiilsuse tekitamisel, mis on keskpanga tegutsemispõhimõtete juures üks olulisemaid omadusi ja üks vajalikest tingimustest majanduskasvu parandamisel ja tekitamisel. Inflatsioonieesmärk täidab stabiliseerivat efekti lisaks rahapoliitika teostamise abil ka turuosaliste ootuste kujundamise kaasabil, kuna majandusagentide ühtlustatud stabiilne käitumine hoiab ära suurte kõikumuste perioodid majandustsüklis ning silub sellega majandusprotsesside kulgemise loomulikku rada.

Nimetatud lähenemiste kasutamisel on eesmärkide saavutamiseks vajalik eelkõige tõrgeteta kommunikatsiooni toimimine keskpanga ja turuosaliste vahel. Selle olulisuse rõhutamiseks pööratakse järjest enam rahapoliitika transmissioonimehhanismis tähelepanu informatsiooni levimisele osapoolte vahel ning küllaldase teabe avalikustamist soovitatakse iga rahapoliitiliselt olulise otsuse, protsessi, takistuse või muu teguri kohta.

Täiendava toe pakkumiseks pikaajaliseks majanduskasvuks soodsa keskkonna loomisel peaks keskpangad majanduste stabiliseerimise huvides kaaluma võimalust töötada asümmeetriliselt majandustsüklitega, s.t. rahapoliitilised tegutsemispõhimõtted peaks olema suunatud majandustsükliga vastupidises suunas. Selline lähenemine aitab sarnaselt inflatsioonieesmärgi raamistikule vältida suuri kõikumisi majandustsükli toimimisel. Selles kontekstis võib parafraseerida Euroopa keskpanga presidendi Mario Draghi mõtteid, et keskpanga sekkumine riikide abistamiseks viib olukorrani, kus riigid ei tule iseseisvalt turutingimustega toime (Draghi 2012) – keskpanga sekkumine majandustsükliga sümmeetriliselt võib viia olukorrani, kus keskpangal puuduvad vahendid turuolukorra proportsionaalselt vastata.

Sarnaselt asümmeetrilise rahapoliitilise tegevusega majandustsüklite ilmnedes peaks keskpangad vältima varahindades šokkide tekkimist (seda nii majandustsüklite raames kujunevates hindades kui jälgima ka seda, et keskpankade tegevus ise ei põhjustaks šokke varahindades). Põhjus on lihtne – stabiilsed või ka mõõdukalt stabiilselt muutuvad (tõusvad või langevad) varahinnad aitavad kaasa stabiilsele majandusarengule ning toetavad seega ka pikaajalist kasvu.

Seoses keskpankade tegutsemisega riikide võla finantseerimise valguses on vajalik rõhutada keskpankade sõltumatuse säilimise vajadust. Vastasel korral, ehk keskpankade tegutsedes riikide valitsuste fiskaalpoliitiliste eesmärkide huvides kaotatakse lisaks rahapoliitilisele sõltumatusele ka turuosaliste usaldus. Hetkel näib, et globaalses plaanis suuremate keskpankade tegutsemist arvestades seda eriti ei kardeta, kuigi suured liikumised stabiilsust tagavates varade hindades viitavad märkidele usalduse kaotamisest.

Käesolevas töös on andmetele tuginedes näitena leitud, et USA rahapoliitika on sattunud vastuollu kahe eelnimetatud põhimõttega. Keskpanga poolt kehtestatud madalate intressimääradega ja tavatute võtetega keskpanga varasid kasvatades on aidatud kaasa ebaloomulikult suurtele hinnaliikumistele mitmete varade hindades. Keskpanga toel riigivõla finantseerimisega on rikutud jällegi rahapoliitika teostaja sõltumatuse printsiipi. Selliste tegurite tulemusena on vähenenud turuosaliste usaldus rahapoliitika teostaja vastu, mis väljendub eriti ilmekalt kulla suures hinnaliikumises viimastel aastatel. Teise näitena kajastatud Austraalia andmetele tuginedes saab väita, et keskpanga konservatiivsus ning ettevaatlikkus intressimäärade langetamisel on taganud selle, et rahapoliitika teostaja ei ole pidanud loobuma sõltumatusest fiskaalpoliitika kasuks.

Usaldusväarsuse säilimine on tähtis eriti pikaajalises plaanis, kuna see aitab rõhutada keskpanga olulisust stabiilsuse garanteerimisel ning pikaajalise kasvu toetamisel. Kui aga usaldust on hakatud kaotama või on see juba kaotatud, otsivad turuosalised ise stabiilsust tagavaid teid ning üheks selgeks signaaliks on sisuliselt abi otsimine seni mitmel ajaloolisel korral rahapoliitika tagajaks olnud kullastandardist.

Teiseks on usaldusväarsuse säilitamine oluline keskpangade poolt rõhutatud kommunikatsioonikanali toimimist silmas pidades. Kui keskpang kaotab usaldusväarsuse, on selle tagajärjel halvatud ka informatsiooni pakkumise tulemusena turuosaliste ootuste kujunemise mehhanism. Kui aga juba keskpanga roll ja usaldus raha väärtuse tagajana on kaotatud, ei oma loomulikult ka kommunikatsioonikanali säilimine enam suurt mõtet.

Tavainvestori huve silmas pidades peaks rõhutama, et ilmselt mingil hetkel keskpangad siiski taastavad oma rahapoliitilise sõltumatuse fiskaalpoliitika suhtes kasvõi äärmusliku näitena kullastandardi kehtestamisega. Seni aga, kuni keskpangad on rahapoliitikaga osalised fiskaalpoliitika abistamises, tuleks arvestada võimalusega, et püsib üsna suur oht raha reaalväärtuse languses kas täiendavate varamullide tekkega või oluliselt kasvava inflatsiooni näol.

Kui aga keskpankurid peaksid oma tavapärase võtete juurde naasma ning taastama nii rahapoliitika sõltumatuse kui usaldusväarsuse, võib vaatamata lühiajalistele tagasilöökidele majanduses uskuda jälle pikaajalise stabiilse kasvu võimalikkusesse.

Kokkuvõte

Rahapoliitikal on pikaajalist stabiilset majanduskasvu soodustava keskkonna soodustamisel täita oluline roll. Kuigi rahapoliitiste tegevuste lõppeesmärgiks on potentsiaalilähedane toodangumaht ja sellest tulenevalt ka majanduskasv, on rahapoliitika mitte niivõrd kasvu tekitaja kui selle soodustaja.

Majanduskasvu silmas pidades on rahapoliitiliste vahendite esmaseks eesmärgiks tasakaalustada rolle ühelt poolt majandusaktiivsuse stimuleerimisel kõrge tööhõive tekkimise soodustamise, investeringute kasvu ja raharingluse toetamisega ning teiselt poolt majanduse stabiliseerimisel inflatsiooniliste ootuste kinnistamise ja majanduse tsüklilisuse silumisega.

Arenenud riikides on rahapoliitilistest valikutest inflatsiooni juhtimise raamistik efektiivne vahend majandusliku stabiilsuse tekitamisel, mis on keskpanga tegutsemispõhimõtete juures üks olulisemaid omadusi ja üks vajalikest tingimustest majanduskasvu parandamisel ja tekitamisel. Inflatsioonieesmärk täidab stabiliseerivat efekti lisaks rahapoliitika teostamise abil ka turuosaliste ootuste kujundamise kaasabil, kuna majandusagentide ühtlustatud stabiilne käitumine hoiab ära suurte kõikumuste perioodid majandustsüklis ning silub sellega majandusprotsesside kulgemise loomulikku rada.

Riikides, mille majanduslik arengutase on tunduvalt madalam arenenud riikide tasemest, võib olla samuti inflatsioonieesmärgi seadmine rahapoliitika teostamisel abiks majanduskasvu soodustava keskkonna loomisel. Seejuures peab aga märkima, et riigi paiknemist arengutsüklis tuleks arvesse võtta täiendavate meetmete rakendamisel või lisatingimuste seadmisel, näiteks võib olla tarvilik arenenud riikidest suurema sihtinflatsiooni lubamine.

Lisaks inflatsioonieesmärgi kasutamisele rahapoliitika elluviimisel oleks keskpangal pikaajaliselt soodsat kasvukeskkonda silmas pidades pigem kasulik rakendada majandustsüklitega vastassuunas toimivat tegutsemiskeemi. See tähendab, et keskpanga tegevus peaks olema suunatud turuosaliste liigse muutliku käitumise tasandamisele. Stabiilsem majanduskeskkond tagab väiksemad kõikumised toodangumahus ning sellega ühtlasema ja pikemaajaliselt jätkuva kasvu.

Sarnaselt liigse kõikumuse tasandamisega majandustsüklites oleks rahapoliitikas kasulik keskenduda ka varahindades kujunevate šokkide tasandamisele ning veelgi olulisem oleks, et keskpang oma tegevusega selliseid šokke ei põhjustaks. Selline tegevus annab turuosalistele signaale rahapoliitikast kui stabiilsust garanteerivast vahendist.

Kõigi rahapoliitiliste vahendite kasutamisel on eesmärkide saavutamiseks vajalik täiendav piisava informatsiooni liikumine keskpanga ja turuosaliste vahel. Selle olulisuse rõhutamiseks pööratakse järjest enam rahapoliitika transmissioonimehhanismis tähelepanu informatsiooni levimisele osapoolte vahel ning küllaldase teabe avalikustamist soovitatakse iga rahapoliitiliselt olulise otsuse, protsessi, takistuse või muu teguri kohta. Informatsiooni levimine aitab rahapoliitika teostajal mõista turuosaliste ootusi ning teisalt suurendab rahapoliitika usaldusväärset turuosaliste silmis.

Rahapoliitika teostaja usaldusväärsus ja selle säilimine on oluline eriti viimastel aastatel globaalse majandussurutise valguses. Käesolevas töös on andmetele tuginedes näitena leitud, et USA rahapoliitika on sattunud vastuollu nii rahapoliitika teostajate jaoks olulise põhimõtte vastu usaldusväärse hoidmisel kui ka sõltumatuse säilitamisel. Keskpanga poolt kehtestatud madalate intressimääradega ja tavatute võtetega keskpanga varasid kasvatades on soodustatud ebaloosult suuri hinnaliikumisi mitmete varade hindades. Keskpanga toel riigivõla finantseerimisega on jällegi rikutud rahapoliitika teostaja sõltumatuse printsiipi. Selliste tegurite tulemusena on vähenenud turuosaliste usaldus rahapoliitika teostaja vastu, mis väljendub eriti ilmekalt kulla suures hinnaliikumises viimastel aastatel. Teise näitena kajastatud Austraalia andmetele tuginedes saab väita, et keskpanga konservatiivsus ning ettevaatlikkus intressimäärade langetamisel on taganud selle, et rahapoliitika teostaja ei ole pidanud loobuma sõltumatusest fiskaalpoliitika kasuks.

Suured liikumised globaalselt olulistest varahindades annavad mõista, et rahapoliitika teostajate sõltumatus on oluline, säilitamaks turuosaliste usaldusväärsus nende suhtes. Kuigi võimalikud kartused rahapoliitika teostajate tegevuse tagajärjel olulise inflatsiooni tekkimise osas ei ole hetkel realiseerunud, võib arvata, et rakendatud praktikate jätkumisel ning keskpankade sõltumatuse ja usaldusvääruse mittetaastamisel jätkavad turuosalistes stabiilsusgarantiide otsimist teistest allikatest. Šokid varahindades võivad muutuda veelgi teravamateks ning välistatud ei ole ka kõrgenenud inflatsiooni tekkimise võimalus.

Sellest tulenevalt võiks edasiste tööde raames pöörata kriitilist tähelepanu keskpankade tegevusele seoses riigivõlgade finantseerimisega ning keskpankade sõltumatusele laiemas plaanis. Samuti võiks täiendavat tähelepanu pöörata nii keskpankade tegevuse tulemusena tekkida võivale inflatsiooni kasvamise ohule kui ka inflatsiooni mõõtmisega seonduvale probleemistikule ning võimaliku tõusva inflatsiooni ohjeldamise võimalustele antud majandussituatsioonis olevate kitsenduste raames.

VIIDATUD ALLIKAD

Assets of Federal Reserve System 2005-2012. Source St. Louis Federal Reserve Bank, 2012. [<http://greshams-law.com/2012/02/13/charting-the-federal-reserves-assets-from-1915-to-2012/>]. 06.04.2012.

Alon, T., Swanson E. Operation Twist and the Effect of Large-Scale Asset Purchases – FRBSF Economic Letter, 2011, Issue 13, pp. 1-5.

Ammer, J., Vega, C., Wongswan, J. International Transmission of U.S. Monetary Policy Shocks: Evidence from Stock Prices. – Journal of Money, Credit & Banking, Sep 2010, Supplement 1, Vol. 42, pp. 179-198.

Bagliano, F. C., Morana, C. The Great Recession: US dynamics and spillovers to the world economy. – Journal of Banking & Finance, 2012, Vol. 36 Issue 1, pp. 1-13.

Bailliu, J., Lafrance, R., Perrault, J-F. Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? – International Finance, 2003, 6:3, pp. 381–414.

Barro, R. J. Economic growth in a cross section of countries. – Quarterly Journal of Economics, 1991, 106(2), pp. 407-433.

Bauer, M., Rudebusch, G. Signals from Unconventional Monetary Policy. – FRBSF Economic Letter, 2011, Issue 36, pp. 1-5.

Belke, A. Polleit, T. How the ECB and the US Fed set interest rates. – Applied Economics, 2007, Vol. 39, Issue 17, pp. 2197-2209.

Bennett, N., Loayza, H. Policy Biases When the Monetary and Fiscal Authorities Have Different Objectives, Central Bank of Chile, Working Papers, No 66, 2001, pp. 299–330.

Bernanke, B., Gertler, M. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? – American Economic Review, 2001, Vol. 91 Issue 2, pp. 253-257.

Bernanke, B. S., Reinhart, V. R. Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates. – American Economic Review; 2004, Vol. 94 Issue 2, pp. 85-90.

Bernasek, A. Debunking the Case for Inflation Targeting. – Fortune International (Europe), 2000, Vol. 141, Issue 4, p30. [http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2000/02/21/273849/index.htm]. 05.04.2012.

Blinder, A. S. Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Balancing the Risks. Journal of Money. – Credit & Banking (Ohio State University Press), 2000 Part 2, Vol. 32, Issue 4, pp. 1093-1099.

Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012. [<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>]. 08.04.2012.

Bordo, M. D. A Brief History of Central Banks, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2012 [<http://www.clevelandfed.org/research/commentary/2007/12.cfm>]. 18.02.2012.

Borio, C., Shim, I. What can (macro-)prudential policy do to support monetary policy? Bank of International Settlements, BIS Working Papers, 2007, No 242, 38p [<http://www.bis.org/publ/work242.pdf>]. 18.02.2012

Brummer, A., Baird, R. Low interest rates here to stay, says US central bank. – Daily Mail, 2012, pp. 65-65.

Bullard, J. The Effectiveness of QE2. – Regional Economist, 2011, Vol. 19 Issue 3, pp. 3-3.

Burdekin, R. C. K. Assessing the Impact of US Macroeconomic Policies and Inflation Rates on the Australian Economy. – Economic Record, 1992, Vol. 68 Issue 200, pp. 16-30.

Castelnuovo, E., Surico, P. What does Monetary Policy Reveal about a Central Bank's Preferences? – *Economic Notes*, 2003, Vol. 32, No. 3, pp. 335-359.

Carpenter, S. B., Demiralp, S. Money, Reserves, and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist? Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, 2010, 58p, [<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201041/201041pap.pdf>]. 07.04.2012.

Chevapatrakul T., Kim T.-H., Mizen, P. The Taylor Principle and Monetary Policy Approaching a Zero Bound on Nominal Rates: Quantile Regression Results for the United States and Japan. – *Journal of Money, Credit and Banking*, 2009, Vol. 41, No. 8, pp. 1705-1723.

China Inflation rate 1980-2011, [http://www.indexmundi.com/china/inflation_rate_%28consumer_prices%29.html]. 23.04.2012.

Chowdhury, K. Modelling the Balassa-Samuelson Effect in Australia. – *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 2011, Vol. 5, Issue 1, pp. 77-91

CIA, The World Factbook, 2012, [<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/as.html>]. 26.03.2012

Cooper, J. C. Madigan, K. Slowly Letting the Air Out of the Bubble. – *BusinessWeek*; 9/19/2005, Issue 3851, pp 32-32.

Corden, W. M. China's Exchange Rate Policy, Its Current Account Surplus and the Global Imbalances. – *Economic Journal*, 2009, Vol. 119, Issue 541, pp. F430-F441.

Cordero, J. A. Economic growth under alternative monetary regimes: inflation targeting vs real exchange rate targeting. – *International Review of Applied Economics*, 2008, Vol. 22, No. 2, pp. 145–160.

Coy, P. Where No Fed Has Gone Before. – *BusinessWeek*; 4/7/2008, Issue 4078, pp. 30-32

Crosby, M., Kam, T., Lees, K. How Costly is Exchange Rate Stabilisation for an Inflation Targeter? The Case of Australia. – The Economic Record, 2008, Vol. 84, No. 266, pp. 354–365.

Cuche-Curti, N. A., Dellas, H., Natal, J.-M. Inflation Targeting in a Small Open Economy. – International Finance, 2008, Vol. 11, Issue 1, pp. 1-18.

Data and Statistics, World Economic Outlook Database, September 2011, International Monetary Fund

[<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=45&pr.y=3&sy=2010&ey=2011&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=512%2C941%2C914%2C446%2C612%2C666%2C614%2C668%2C311%2C672%2C213%2C946%2C911%2C137%2C193%2C962%2C122%2C674%2C912%2C676%2C313%2C548%2C419%2C556%2C513%2C678%2C316%2C181%2C913%2C682%2C124%2C684%2C339%2C273%2C638%2C921%2C514%2C948%2C218%2C943%2C963%2C686%2C616%2C688%2C223%2C518%2C516%2C728%2C918%2C558%2C748%2C138%2C618%2C196%2C522%2C278%2C622%2C692%2C156%2C694%2C624%2C142%2C626%2C449%2C628%2C564%2C228%2C283%2C924%2C853%2C233%2C288%2C632%2C293%2C636%2C566%2C634%2C964%2C238%2C182%2C662%2C453%2C960%2C968%2C423%2C922%2C935%2C714%2C128%2C862%2C611%2C716%2C321%2C456%2C243%2C722%2C248%2C942%2C469%2C718%2C253%2C724%2C642%2C576%2C643%2C936%2C939%2C961%2C644%2C813%2C819%2C199%2C172%2C184%2C132%2C524%2C646%2C361%2C648%2C362%2C915%2C364%2C134%2C732%2C652%2C366%2C174%2C734%2C328%2C144%2C258%2C146%2C656%2C463%2C654%2C528%2C336%2C923%2C263%2C738%2C268%2C578%2C532%2C537%2C944%2C742%2C176%2C866%2C534%2C369%2C536%2C744%2C429%2C186%2C433%2C925%2C178%2C869%2C436%2C746%2C136%2C926%2C343%2C466%2C158%2C112%2C439%2C111%2C916%2C298%2C664%2C927%2C826%2C846%2C542%2C299%2C967%2C582%2C443%2C474%2C917%2C754%2C544%2C698&s=NGDPD&grp=0&a=>]. 11.02.2012.

de Vita, G., Kyaw, K. S. Does the Choice of Exchange Rate Regime Affect the Economic Growth of Developing Countries? – Journal of Developing Areas, 2011, Vol. 45, Issue 1, pp. 135-153.

De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks, IMF, 2008, [<http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>]. 11.02.2012.

Denison, E. F. The Sources of Economic Growth in the United States and the Alternatives Before Us, New York: Committee For Economic Development, 1962, p 297.

Dennis R. Exploring the Role of the Real Exchange Rate in Australian Monetary Policy. – The Economic Record, 2003, Vol. 79, No. 244, pp. 20–38.

Dewan, E., Hussein, S. Determinants of Economic Growth (*Panel Data Approach*) Working Paper 01/04, 2001, Economics Department Reserve Bank of Fiji Suva p 51 [<http://www.reservebank.gov.fj/docs/wp2001-04.pdf>]. 13.02.2012

Di Giorgio, G., Rotondi, Z. Monetary policy, financial stability and interest rate rules. – Journal of Risk Management in Financial Institutions, 2011, Vol. 4, Issue 3, pp. 229-242.

Dickler, J. Employers to hike pay, but only for a select few. – CNNMoney, 27.07.2011. [http://money.cnn.com/2011/07/27/pf/employee_pay/index.htm]. 23.04.2012

Dixon, R., Lim, G. C. Underlying Inflation in Australia: Are the Existing Measures Satisfactory? Department of Economics, University of Melbourne, 41p. [<http://www.economics.unimelb.edu.au/downloads/wpapers-03/878.pdf>]. 05.04.2012.

Domar, E. D. Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment. – Econometrica, 1946, Vol. 14, No. 2, pp. 137-147.

Draghi, M. President of the ECB, Introductory statement to the press conference, 9 February 2012, [<http://www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120209.en.html>]., 08.04.2012.

Drew, A., Hall, V., McDermott, J., St. Clair, R. Would adopting the Australian dollar provide superior monetary policy in New Zealand? Discussion paper, Reserve Bank of New Zealand, 2001, 28 p.

Edwards, S. Yeyati, E. L. Flexible Exchange rates as Shock Absorbers, Working Paper 9867, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2003, 30 p.

Ehler, M. Policy Responses to the Global Financial Crisis, 2009, The University of Queensland, 10p, [<http://www.rba.gov.au/econ-compet/2009/pdf/first-prize.pdf>]. 08.04.2012.

Europe Brent Spot Price FOB (Dollars per Barrel). U.S. Energy Information Administration. 18.04.2012.

[<http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RB RTE&f=M>]. 23.04.2012.

Fatas, A., Mihov, I., Rose, A. K., Quantitative Goals for Monetary Policy. – Journal of Money, Credit & Banking, 2007, Vol. 39, Issue 5, pp. 1163-1176.

Feige, E. L., Johannes, J. M. Was the United States Responsible for Worldwide Inflation Under the Regime of Fixed Exchange Rates? – Kyklos, 1982, Volume 35, Issue 2, pp. 263-277.

Fischer, S. (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth. – Journal of Monetary Economics, 1993, Vol. 32, Issue 3, pp. 458-512.

Fry, R. A., Martin, V. L., Voukelatos, N. Overvaluation in Australian Housing and Equity Markets: Wealth Effects or Monetary Policy? – The Economic Record, 2010, Vol. 86, No. 275, pp. 465–485.

Frankel, J. A. Monetary Policy in Emerging Markets: a Survey, Working Paper 16125, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2010, 88p.

Frankel, J., Smit, B., Sturzenegger, F. Fiscal and monetary policy in a commodity-based economy. – Economics of Transition, 2008, Volume 16(4), pp. 679–713

French, D. The Dutch Monetary Environment During Tulipmania. – The Quarterly Journal of Austrian Economics, 2006, Vol. 9, No. 1, pp. 3-14, [http://mises.org/journals/qjae/pdf/qjae9_1_1.pdf]. 15.03.2012.

Friedman, M. The Optimum Quantity of Money. – The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Aldine Publishing Company, 1969, pp. 1–51. Viidatud Mulligan, C. B., Sala-i-Martin, X. X. The Optimum Quantity of Money: Theory and Evidence, NBER Working Paper 5954, 1997, pp. 1-51, [http://www.nber.org/papers/w5954.pdf?new_window=1]. 28.04.2012 vahendusel.

Friedman, M. The "Plucking Model" of Business Fluctuations Revisited, Working Papers in Economics E-88-48, The Hoover Institute, Stanford University, 1988, 12p.

Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., Sack, B. Large-scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work? – Economic Policy Review, 2011, Vol. 17, Issue 1, pp. 41-59.

Girardin, E., Horsewood, N. Chapter 11: New transmission mechanisms and instruments of monetary policy at near zero-interest rates. – Monetary Policy, Capital Flows & Exchange Rates, 2002, pp. 218-240.

Glick, R., Leduc, S. Are Large-Scale Asset Purchases Fueling the Rise in Commodity Prices? – FRBSF Economic Letter, 2011, Issue 10, pp. 1-4

Gold Monthly Price - US Dollars per Troy Ounce. Index Mundi.
[<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=gold&months=360>].
23.04.2012.

Hallett, A. H., Libich, J., Stehlík, P., Welfare Improving Coordination of Fiscal and Monetary Policy. – AUCO Czech Economic Review, 2011, Vol. 5 Issue 1, pp. 7-26.

Halpern, L., Wyplosz, C. Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies. – IMF Staff Papers, 1997, Vol 44, No. 4, pp. 430–461.

Harrod R. F. An Essay in Dynamic Theory. – The Economic Journal, 1939, Vol. 49, No. 193, pp. 14-33.

Heller, W. W., Can We Have Full Employment Without Inflation? – Challenge, 1976, Vol. 19 Issue 1, pp. 59.

Henderson, D., Castles, I. International Comparisons of GDP. – World Economics, 2005, Vol. 6 Issue 1, pp. 55-84.

Hoarau, J.-F., Ahamada, I., Nurbel, A. Multiple structural regimes in real exchange rate misalignment: the case of Australian dollar. – Applied Economics Letters, 2008, 15, pp. 101–104

Hsing, Y., Sergi, B. Responses of Monetary Policy to Inflation, the Output Gap, and Real Exchange Rates: The Case of Australia, Canada, and New Zealand. – Global Economy Journal, 2010, Vol. 10 Issue 2, pp. 1-9.

IMF, World Economic Outlook Database, 2012
[<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/index.aspx>]. 26.03.2012

Impact of Deregulation on the Australian Financial System, Westpac Banking Corporation, 2012,
[<http://fsi.treasury.gov.au/content/downloads/PubSubs/000090d.pdf>]. 30.03.2012

Introduction, Monetary Policy, ECB, 2012,
[<http://www.ecb.int/mopo/intro/html/index.en.html>]. 12.02.2012.

Investment, World Gold Council, 2012,
[http://www.gold.org/investment/why_how_and_where/faqs/]. 03.05.2012.

Ito, T., Isard, P., Symansky, S. Economic Growth and Real Exchange Rate: an Overview of the Balassa-Samuelson Hypothesis in Asia. NBER Working Paper 5979. 1997. [<http://www.nber.org/papers/w5979.pdf>]. 29.03.2012.

Jayaraman, T. K., Ward, B. D., Xu, Z. L. Are the Pacific Islands Ready for a Currency Union? An Empirical Study of Degree of Economic Convergence. – Journal of the Asia Pacific Economy, 2007, Vol. 12, Issue 4, pp. 504-521.

Johnson, H. G. Monetary Theory and Policy. – American Economic Review, 1962, Vol. 52, No. 3, pp. 335-384.

Keeler, J. P. Empirical Evidence on the Austrian Business Cycle Theory. – The Review of Austrian Economics, 2001, Vol. 14, No. 4, pp. 331-351.

Khan, M., Senhadji, A. S. Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth, IMF Staff Papers, 2000, 32 p.
[<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00110.pdf>]. 28.02.2012

Kim, S. Counter-Cyclical and Counter-Inflation Monetary Policy Rules and Comovement Properties of Money Growth. – B.E. Journal of Macroeconomics: Topics in Macroeconomics, 2006, Vol. 6 Issue 2, pp. 1-37.

Kimura, T., Small, D. H. Quantitative Monetary Easing and Risk in Financial Asset Markets. – B.E. Journal of Macroeconomics: Topics in Macroeconomics, 2006, Vol. 6 Issue 1, pp. 1-56

Kıpcı, A.N., Kesriyeli, M. The Real Exchange Rate Definitions and Calculations Reseach Department, Central Bank of the Republic of Turkey, Publication No: 97/1 Ankara, January 1997, 11p.

Kozicki, S., Santor, E., Suchanek, L. Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases. – Bank of Canada Review, 2011, pp. 13-25.

Landefeld, J. S., Seskin, E. P., Fraumeni, B. M. Taking the Pulse of the Economy: Measuring GDP. – Journal of Economic Perspectives, Spring 2008, Vol. 22 Issue: Number 2 p193-216, 24p

Lansley, D. The Role of the RBA in Managing Inflation and Growth, – Ecodate, 2007, Vol. 21, No. 1, 4p

Lewis, M. K., Mizen, P. D., Monetary Economics, Oxford University Press, Oxford, 2000, 473 p.

Lim, G. C. Inflation Targeting. – The Australian Economic Review, 2009, Vol. 42, No. 1, pp. 110–118.

Mallik, G. Chowdhury, Effect of inflation uncertainty, output uncertainty and oil price on inflation and growth in Australia, – A. Journal of Economic Studies, 2011, Vol. 38 Number 4, pp. 414-442.

Malpass, D. Preventing Bubbles: Regulation versus Monetary Policy. – CATO Journal, 2011, Vol. 31, Issue 3, pp. 591-602.

Monetary Policy, Central Bank of Egypt, 2012, [<http://www.cbe.org.eg/Monetary-Policy/Monetary-Policy.htm>]. 12.02.2012.

Monetary Policy Strategy, Swiss National Bank, 2012, [http://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat]. 12.02.2012.

Monetary Stability, Central bank of Malaysia, 2012, [<http://www.bnm.gov.my/microsites/monetary/index.htm>]. 12.02.2012.

Munro, C. IMF issues stimulus withdrawal warning. – Money Management, 2010, Vol. 24 Issue 2, pp. 8-8.

National Accounts Main Aggregates Database, United Nations, Statistics Division, [<http://unstats.un.org/unsd/snaama/dnllist.asp>]. 23.04.2012

Nelson, R. R. FULL EMPLOYMENT POLICY AND ECONOMIC GROWTH. – American Economic Review, 1966, Vol. 56 Issue 5, pp. 1178-1192

OECD, Statistics from A to Z, 2012 [http://www.oecd.org/document/0,3746,en_2649_201185_46462759_1_1_1_1,00.html] . 05.04.2012.

Outline of Monetary Policy, Bank of Japan, 2012, [<http://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/index.htm/>]. 12.02.2012.

Papanyan, S. The transmission of shocks between Europe, Japan and the United States. – Journal of Forecasting, 2010, Vol. 29, Issue 1/2, pp. 54-70.

Parkin, M. A "Monetarist" Analysis of the Generation and Transmission of World Inflation: 1958-71. – American Economic Review, 1977, Vol. 67, Issue 1, pp. 164-171.

Preamble, Reserve Bank of India, 2012, [http://www.rbi.org.in/scripts/AboutusDisplay.aspx#MF]. 12.02.2012.

Press Release, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012, [http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm]. 12.02.2012.

Press Release Distribution. Average Salary in China, China income statistics from “China Statistical Yearbook 2009“. 11.11.2009. [http://www.prlog.org/10410002-average-salary-in-china-china-income-statistics-from-china-statistical-yearbook-2009.html]. 23.04.2012

RBA, A Brief History, 2012 [http://www.rba.gov.au/about-rba/history/index.html]. 26.03.2012

Remarks by Governor Ben S. Bernanke, March 25, 2003 [http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030325/default.htm]. 03.04.2012

Reserve Bank of Australia, Inflation Target, 2012 [http://www.rba.gov.au/inflation/inflation-target.html]. 03.04.2012

Reserve Bank of Australia, Statistical Tables, 2012 [http://www.rba.gov.au/statistics/tables/#interest_rates]. 05.04.2012.

Rezende F. C. The Structure and the Evolution of the U.S. Financial System, 1945–1986. – International Journal of Political Economy, vol. 40, no. 2, 2011, pp. 21–44.

Rizavi, S. S., Kumail, S., Rizvi, A., Naqvi, B., New Growth Theory: A Panel Data Approach. – Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Institute of Interdisciplinary Business Research, 2011, Vol 2, No 12 pp. 860-869.

Rose, A. One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. – Economic Policy, 2000, p 49, [http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/Grav.pdf]. 13.02.2012

Rothbard, M. N. The Origins of the Federal Reserve, – The Quarterly Journal of Austrian Economics, 1999, Vol. 2, No. 3, pp. 3–51. [http://www.mises.org/journals/qjae/pdf/qjae2_3_1.pdf]. 07.04.2012.

Sánchez-Fung, J. R. Measuring inflation targeting's impact on the macroeconomy. – Applied Economics Letters, 2008, Vol. 15, Issue 13, pp. 1027-1035.

Securities, Loans, & Other Assets & Liabilities Held by Fed. Federal Reserve Bank of St. Louis. [<http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/32218>]. 23.04.2012.

Sheenan, R. G., Does U.S. Money Growth Determine Money Growth in Other Nations, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1987, pp 5-14. [http://research.stlouisfed.org/publications/review/87/01/US_Jan1987.pdf]. 03.04.2012

Siegel, G. E. Lockhart: Asset Purchases Not Good Policy Right Now. – Bond Buyer, 2011, Vol. 378, Issue 33624, pp. 2-2.

Siklos, P. L. Inflation targets and the yield curve: New Zealand and Australia versus the US, – International Journal of Finance & Economics, 2000, Vol. 5, No. 1, pp. 15-32.

Siregar, R., Y., Lim, V., C., S. The role of Central Banks in Sustaining Economic Recovery and in Achieving Financial Stability. – Journal of Advanced Studies in Finance, 2010, Vol. 1 Issue 1, pp. 83-99.

Smith, A. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, A Penn State Electronic Classics Series Publication, [<http://i-ahrens.de/schule/bvw/Wealth-Nations.pdf>]. 14.03.2012

Snooks, G. D. Australia's Long Run Economic Strategy, Performance, and Policy: a Dynamic Perspective. – Economic Papers, 2008, Vol. 27, Issue 3, pp. 208-232.

Social Security Online. Average Wage Index, [<http://www.ssa.gov/oact/COLA/awidevelop.html>]. 23.04.2012

Solow, R. M. A Contribution to the Theory of Economic Growth. – The Quarterly Journal of Economics, 1956, Vol. 70, No. 1. pp. 65-94.

Soos, A. Gold Mining Boom Increasing Mercury Pollution Risk, 2011, [<http://oilprice.com/Metals/Gold/Gold-Mining-Boom-Increasing-Mercury-Pollution-Risk.html>]. 03.05.2012.

St. Louis Fed's Bullard Discusses Inflation Targeting, U.S. Economy, Housing and Monetary Policy, 2012 [<http://www.prnewswire.com/news-releases/st-louis-feds-bullard-discusses-inflation-targeting-us-economy-housing-and-monetary-policy-141254773.html>]. 05.04.2012

Stangler, D., High-Growth Firms and the Future of the American Economy. Kauffman Foundation Research Series: Firm Formation and Economic Growth Ewing Marion Kauffman Foundation, 2010, 16 p.

Sun, H., Co-Integration Study of Relationship between Foreign Direct Investment and Economic Growth. – International Business Research, 2011, Vol. 4 Issue 4, pp. 226-230.

Svensson, L. E. O. Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: a Free Lunch? National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper 5719, 28p. [http://www.nber.org/papers/w5719.pdf?new_window=1]. 03.04.2012

Zhang, J. X. Will RMB appreciation reduce trade deficit in the US? – Journal of the Asia Pacific Economy, 2012, Vol. 17, Issue 1, pp. 171-187.

Zhenhui, X. China's Exchange Rate Policy and Its Trade Balance with the US. – Review of Development Economics; 2008, Vol. 12, Issue 4, pp. 714-727.

Taeyoung D. The Efficacy of Large-Scale Asset Purchases at the Zero Lower Bound. – Economic Review (01612387), 2010, Vol. 95 Issue 2, pp. 5-34.

Taylor, J. B. Discretion versus policy rules in action. – Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 1993, 195-214, [<http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>]. 28.02.2012

Taylor, J. B. The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules. – American Economic Review, 2001, Vol. 91 Issue 2, p263-267

Tetlow, R. J. Inflation Targeting and Target Instability. Working Papers -- U.S. Federal Reserve Board's Finance & Economic Discussion Series; 1999, 57p [http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200001/200001pap.pdf]. 05.04.2012.

The US currency bill could bring back jobs - but at what price? – China Economic Review, 2011, Vol. 22, Issue 11, pp. 9-9.

Thomas, C. P., Marquez, J., Fahle, S. Measures of International Relative Prices for China and the USA. – Pacific Economic Review, 2009, Vol. 14, Issue 3, pp. 376-397

U.S. Department of the Treasury, 2012, [http://www.treasury.gov/Pages/default.aspx]. 07.04.2012.

Visokavičienė, B. Monetary Policy Creates Macroeconomic. – Ekonomika / Economics, 2010, Vol. 89 Issue 3, pp. 55-68.

Wages in China. China Labour Bulletin. 19.02.2008.
[http://www.clb.org.hk/en/node/100206]. 23.04.2012

Wing, T. W. Understanding the Sources of Friction in U.S.--China Trade Relations: The Exchange Rate Debate Diverts Attention from Optimum Adjustment. – Asian Economic Papers, 2008, Vol. 7, Issue 3, pp. 61-95.

Woroniecka-Leciejewicz, I. Decision interactions of the monetary and fiscal authorities in the choice of policy mix. – Journal of Organisational Transformation and Social Change, 2010, Vol. 7, No. 2, pp. 189-210.

Yin-Wong C., Tam, D., Yiu, M. Does the Chinese interest rate follow the US interest rate? – International Journal of Finance & Economics, 2008, Vol. 13, Issue 1, pp. 53-67.

LISAD

Lisa 1. Austraalia majandusnäitajad.

Aasta	SKP/elaniku kohta ostujõu pariteeti arvestades,
2001	32350
2002	33008
2003	33966
2004	34553
2005	35115
2006	35792
2007	36482
2008	36215
2009	36312
2010	36570

USA dollarites, püsivhindades, baasaasta 2005.

Allikas: (OECD, Statistics... 2012).

Lisa 2. USA majandusnäitajad, dünaamika 1980-2011.

Aasta	SKP, mld	Aastane kasv, %	SKP/elaniku kohta	Aastane kasv %	Töötus, %	Inflatsioon, %
1980	5834,0		25630		7,2	13,5
1981	5982,1	2,5	26019	1,5	7,6	10,4
1982	5865,9	-1,9	25270	-2,9	9,7	6,2
1983	6130,9	4,5	26173	3,6	9,6	3,2
1984	6571,5	7,2	27809	6,3	7,5	4,4
1985	6843,4	4,1	28704	3,2	7,2	3,5
1986	7080,5	3,5	29429	2,5	7,0	1,9
1987	7307,1	3,2	30101	2,3	6,2	3,6
1988	7607,4	4,1	31055	3,2	5,5	4,1
1989	7879,2	3,6	31863	2,6	5,3	4,8
1990	8027,0	1,9	32102	0,8	5,6	5,4
1991	8008,3	-0,2	31605	-1,5	6,9	4,2
1992	8280,0	3,4	32246	2,0	7,5	3,0
1993	8516,2	2,9	32736	1,5	6,9	3,0
1994	8863,1	4,1	33659	2,8	6,1	2,6
1995	9086,0	2,5	34099	1,3	5,6	2,8
1996	9425,9	3,7	34965	2,5	5,4	2,9
1997	9845,9	4,5	36089	3,2	4,9	2,3
1998	10274,8	4,4	37224	3,1	4,5	1,5
1999	10770,6	4,8	38577	3,6	4,2	2,2
2000	11216,4	4,1	39733	3,0	4,0	3,4
2001	11337,5	1,1	39750	0,0	4,7	2,8
2002	11543,1	1,8	40078	0,8	5,8	1,6
2003	11836,4	2,5	40712	1,6	6,0	2,3
2004	12246,9	3,5	41743	2,5	5,5	2,7
2005	12623,0	3,1	42629	2,1	5,1	3,4
2006	12958,5	2,7	43350	1,7	4,6	3,2
2007	13206,4	1,9	43744	0,9	4,6	2,9
2008	13161,9	-0,3	43194	-1,3	5,8	3,8
2009	12703,1	-3,5	41328	-4,3	9,3	-0,3
2010	13088,0	3,0	42220	2,2	9,6	1,6
2011	13287,9	1,5	42468	0,6	9,1	3,0
Perioodi keskmine kasv		2,7		1,6		

USA dollarites. Püsivhindades, baasaasta 2008/2009.

Allikas: (IMF, World... 2012), autori arvutused.

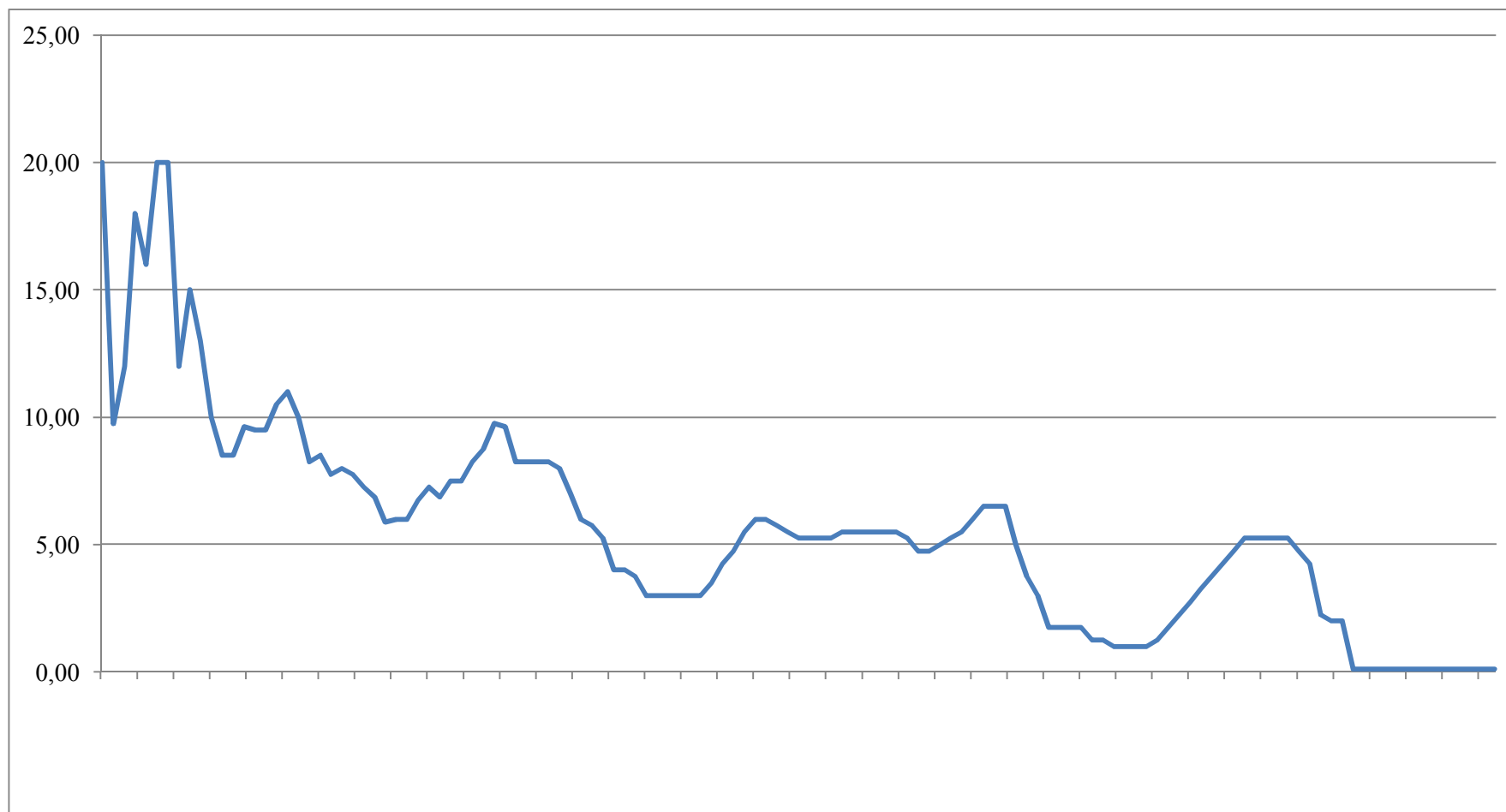
Lisa 3. Austraalia majandusnäitajad, dünaamika 1980-2011.

Aasta	SKP, mld	Aastane kasv, %	SKP/elaniku kohta	Aastane kasv %	Töötus, %	Inflatsioon, %
1980	498,0		33826		6,1	10,2
1981	518,7	4,2	34675	2,5	5,8	9,6
1982	518,7	0,0	34105	-1,6	7,2	11,2
1983	516,0	-0,5	33470	-1,9	10,0	10,1
1984	549,1	6,4	35187	5,1	9,0	3,9
1985	580,4	5,7	36699	4,3	8,3	6,7
1986	592,7	2,1	36932	0,6	8,1	9,1
1987	618,8	4,4	37965	2,8	8,1	8,5
1988	643,7	4,0	38833	2,3	7,2	7,3
1989	671,7	4,4	39873	2,7	6,2	7,5
1990	683,4	1,7	39801	-0,2	7,0	7,3
1991	676,1	-1,1	38887	-2,3	9,6	3,2
1992	694,8	2,8	39521	1,6	10,8	1,0
1993	722,2	3,9	40667	2,9	10,9	1,8
1994	756,6	4,8	42150	3,6	9,8	1,9
1995	781,6	3,3	42955	1,9	8,5	4,6
1996	815,1	4,3	44247	3,0	8,5	2,6
1997	849,6	4,2	45654	3,2	8,5	0,3
1998	893,1	5,1	47471	4,0	7,7	0,9
1999	930,6	4,2	48883	3,0	6,9	1,5
2000	962,0	3,4	49914	2,1	6,3	4,5
2001	987,4	2,6	50549	1,3	6,8	4,4
2002	1027,0	4,0	51947	2,8	6,4	3,0
2003	1060,6	3,3	53000	2,0	5,9	2,8
2004	1100,9	3,8	54359	2,6	5,4	2,3
2005	1135,3	3,1	55262	1,7	5,1	2,7
2006	1164,6	2,6	55795	1,0	4,8	3,5
2007	1217,9	4,6	57275	2,7	4,4	2,3
2008	1249,3	2,6	57492	0,4	4,3	4,4
2009	1266,5	1,4	57695	0,4	5,6	1,8
2010	1300,5	2,7	58512	1,4	5,2	2,8
2011	1323,8	1,8	58827	0,5	5,0	3,5
Perioodi keskmine kasv		3,2		1,8		

Austraalia dollarites. Püsivhindades, baasaasta 2008/2009.

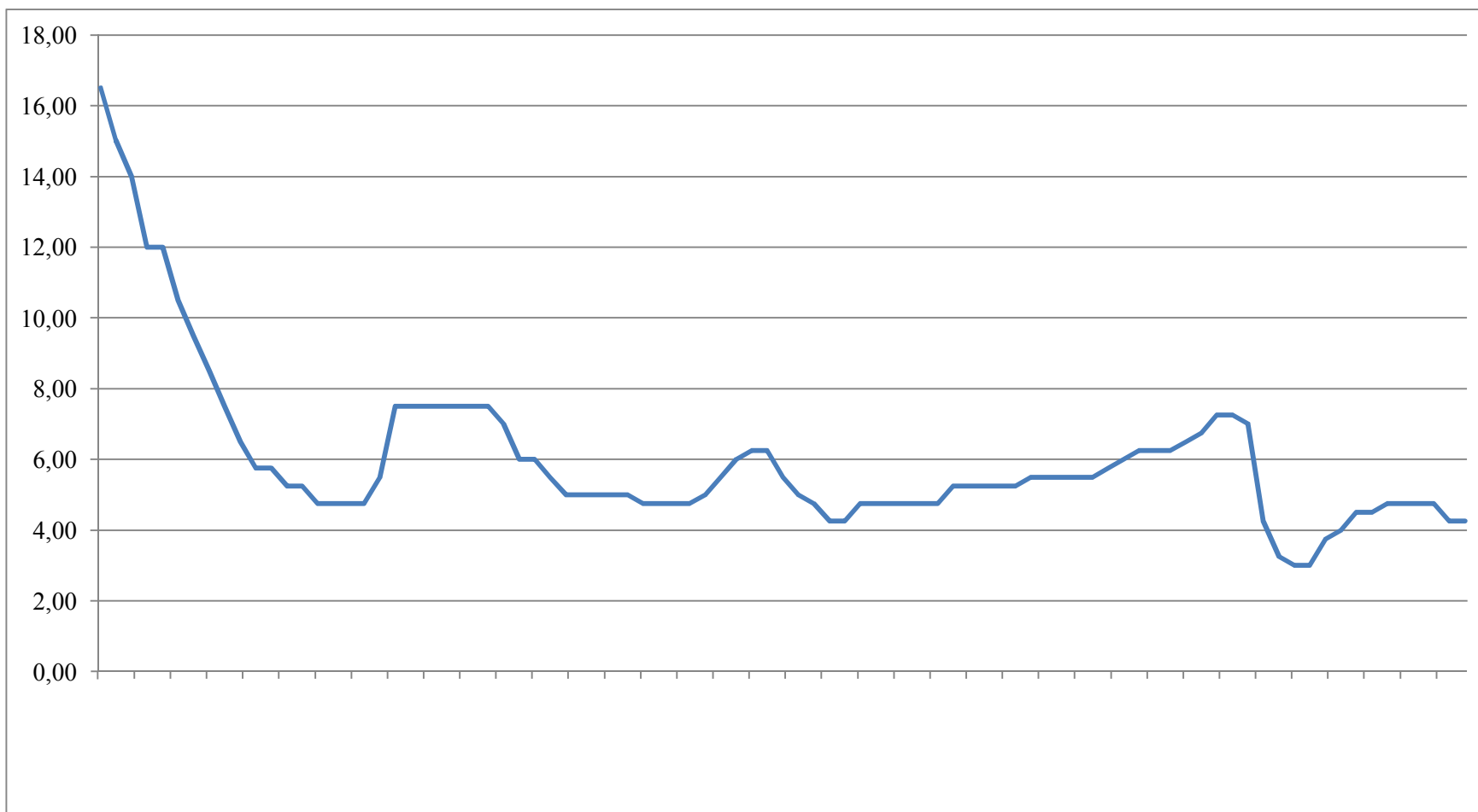
Allikas: (IMF, World... 2012), autori arvutused.

Lisa 4. USA keskpanga intressimäärad 1980-2012 (*Federal funds target rate*), %.



Allikas: (Reserve..., Statistical... 2012). Kvartali lõpu seisuga, autori tasandatud.

Lisa 5. Austraalia keskpanga intressimäärad 1990-2012 (*Cash rate*), %.



Allikas: (Reserve..., Statistical... 2012). Kvartali lõpu seisuga, autori tasandatud.

Lisa 6. Hiina SKP näitajad, CNY/USD reaalkursi arvutused PPP (*purchase price parity*) baasil.

Aasta	SKP, miljonites			kurss CNY/USD	PPP tasa- kaalukurss	Inflatsioon	
	CNY	USD	PPP USD			Hiina	USA
2011	47156370	7301055	11299967	6,46	4,17	5,4	3
2010	40151280	5931206	10128313	6,77	3,96	3,33	1,65
2009	34090281	4990526	9065921	6,83	3,76	-0,68	-0,33
2008	31404543	4521827	8214366	6,95	3,82	5,9	3,82
2007	26581031	3495664	7329920	7,60	3,63	4,77	2,87
2006	21631443	2713495	6239567	7,97	3,47	1,47	3,22
2005	18493737	2257619	5364258	8,19	3,45	1,82	3,37
2004	15987834	1931644	4697901	8,28	3,40	3,9	2,67
2003	13582276	1640966	4157822	8,28	3,27	1,17	2,3
2002	12033269	1453820	3701133	8,28	3,25	-0,77	1,6
2001	10965517	1324818	3338919	8,28	3,28	0,7	2,82
2000	9921455	1198475	3014891	8,28	3,29	0,4	3,37
1999	8967705	1083279	2721556	8,28	3,30	-1,4	2,19
1998	8440228	1019462	2492189	8,28	3,39	-0,8	1,55
1997	7897304	952653	2285333	8,29	3,46	2,8	2,39
1996	7117659	856085	2054666	8,31	3,46	8,3	2,94
1995	6079373	727981	1832827	8,35	3,32	17,1	2,81
1994	4819786	559224	1618589	8,62	2,98	24,7	2,6
1993	3533392	613223	1401823	5,76	2,52	17,7	2,97
1992	2692348	488222	1203462	5,51	2,24	6,4	3,04
1991	2178150	409173	1029043	5,32	2,12	3,4	4,22
1990	1866782	390279	910270	4,78	2,05	3,1	5,42
1989	1699232	451311	844044	3,77	2,01	18	4,79
1988	1504282	404149	781297	3,72	1,93	18,8	4,1
1987	1205862	323973	678661	3,72	1,78	7,3	3,58
1986	1027518	297590	590966	3,45	1,74	6,5	1,94
1985	901604	307023	531421	2,94	1,70	9,3	3,53
1984	720805	309757	454455	2,33	1,59	2,83	4,37
1983	596265	301799	380210	1,98	1,57	1,5	3,16
1982	532335	281287	329799	1,89	1,61	1,93	6,16
1981	489156	286895	284910	1,71	1,72	2,38	10,38
1980	454562	303446	247622	1,50	1,84	5,99	13,5

Allikas: (IMF, World... 2012), (China Inflation... 2012), (National... 2012).

Lisa 7. Hiina ja USA palgastatistika.

Aasta	Keskmise aastapalk, nominaalne			
	Hiina, CNY, linnastutes	Aastane muutus	USA, USD	Aastane muutus
2011	40296	1,08	41000	1,03
2010	37140	1,15	39959	1,02
2009	32244	1,10	39055	0,98
2008	29232	1,17	39653	1,02
2007	24936	1,19	38761	1,05
2006	21000	1,17	37078	1,05
2005	18000	1,15	35449	1,04
2004	15600	1,08	34198	1,05
2003	14400	1,14	32678	1,02
2002	12600	1,17	31899	1,01
2001	10800	1,15	31581	1,02
2000	9360	1,11	30846	1,06
1999	8400	1,09	29230	1,06
1998	7704	1,20	27687	1,05
1997	6420	1,05	26310	1,06
1996	6120	1,10	24859	1,05
1995	5580	1,24	23700	1,04
1994	4500	1,32	22787	1,03
1993	3420	1,24	22191	1,01
1992	2760	1,07	22002	1,05
1991	2568	1,19	20924	1,05
1990	2160	1,27	19875	1,05
1989	1704	1,08	18998	1,04
1988	1572	1,04	18274	1,05
1987	1512	1,07	17417	1,06
1986	1416	1,10	16372	1,03
1985	1284	1,07	15901	1,04
1984	1200		15250	

Allikas: (Social... 2012), (Dickler 2011), (Wages..., China... 2008), (Press Release Distribution... 2009).

Lisa 8. Algandmed statistiliseks regressioonanalüüsiks vara hindade, USA majandusnäitajate ja USA Föderaalreservi rahapoliitiliste tegevusnäitajate seoste kohta.

Aasta	Föderaalreservi intressimäär, %	Föderaalreservi varade maht, mld USD	Kulla hind, USD/unts	Nafta hind, Brenti toornafta USD/bbl	inflatsioon	ln_intress	ln_varad	ln_kuld	ln_nafta	ln_inflats
2012	0,13	2757	1674	125,45	2,70	-2,04	7,92	7,42	4,83	0,99
2011	0,13	2488	1424	114,64	3,00	-2,04	7,82	7,26	4,74	1,10
2010	0,13	2159	1113	79,83	1,60	-2,04	7,68	7,01	4,38	0,47
2009	0,13	2000	924	46,54	0,00	-2,04	7,60	6,83	3,84	0,00
2008	2,25	877	968	103,64	3,80	0,81	6,78	6,88	4,64	1,34
2007	5,25	855	655	62,05	2,90	1,66	6,75	6,48	4,13	1,06
2006	4,75	801	557	62,06	3,20	1,56	6,69	6,32	4,13	1,16
2005	2,75	773	434	53,10	3,40	1,01	6,65	6,07	3,97	1,22
2004	1,00	723	407	33,63	2,70	0,00	6,58	6,01	3,52	0,99
2003	1,25	684	341	30,61	2,30	0,22	6,53	5,83	3,42	0,83
2002	1,75	664	294	23,70	1,60	0,56	6,50	5,68	3,17	0,47
2001	5,00	606	263	24,50	2,80	1,61	6,41	5,57	3,20	1,03
2000	6,00	584	286	27,49	3,40	1,79	6,37	5,66	3,31	1,22
1999	4,75	542	286	12,51	2,20	1,56	6,30	5,66	2,53	0,79
1998	5,50	500	296	13,10	1,50	1,70	6,21	5,69	2,57	0,41

Andmed I kvartali lõpu seisuga

Allikas: (IMF, World... 2012), (Reserve..., Statistical... 2012), (Securities... 2012), (Gold... 2012), (Europe... 2012).

Lisa 9. Statistilise analüüsi tulemused kulla hinna, föderaalreservi varade mahu ja intressimäärade seoste osas.

Sõltuv muutuja	ln_kuld			
Vähimruutude meetod				
Valim:	1998-2012			
Vaatluste arv:	15			
Mudeli kuju:	ln_kuld=C(1)+C(2)ln_varad+C(3)ln_intress			
	Koefitsient	Standardviga	T-statistik	Tõenäosus
C(1)	-4,383	1,846	-2,375	0,035
C(2)	1,549	0,265	5,838	0,000
C(3)	0,219	0,101	2,173	0,051
R2	0,900	F-statistik		54,108
Kohandatud R2	0,884	Durbin-Watsoni statistik		1,730
Regressiooni standardviga	0,21977	Kollineaarsustolerants		
Jääkliikmete ruutude summa	0,580	ln_varad, ln_intress	0,141	

Park`i testi andmed ja tulemused lisa 9 toodud mudeli testimiseks.

Aasta	Mudeli hinnang Y	Jääkliige u	u ²	ln(u ²)	ln(Y)
2012	7,44018	-0,01721	0,00030	-8,12	2,01
2011	7,28118	-0,01995	0,00040	-7,83	1,99
2010	7,06150	-0,04669	0,00218	-6,13	1,95
2009	6,94302	-0,11431	0,01307	-4,34	1,94
2008	6,28951	0,58572	0,34307	-1,07	1,84
2007	6,43540	0,04923	0,00242	-6,02	1,86
2006	6,31248	0,01009	0,00010	-9,19	1,84
2005	6,13788	-0,06484	0,00420	-5,47	1,81
2004	5,81315	0,19566	0,03828	-3,26	1,76
2003	5,77605	0,05583	0,00312	-5,77	1,75
2002	5,80365	-0,12007	0,01442	-4,24	1,76
2001	5,89160	-0,31945	0,10205	-2,28	1,77
2000	5,87419	-0,21820	0,04761	-3,04	1,77
1999	5,70752	-0,05153	0,00266	-5,93	1,74
1998	5,61465	0,07571	0,00573	-5,16	1,73

$$\ln(u^2) = 14,753 - 10,870 \ln(Y)$$

$$(p) \quad (0,185) (0,081)$$

H0: $p < 0,05$; heteroskedastiivsust mudelis ei esine

Lisa 10. Statistilise analüüsi tulemused nafta hinna, föderaalreservi varade mahu ja intressimäärade seoste osas.

Sõltuv muutuja	ln_ nafta			
Vähimruutude meetod				
Valim:	1998-2012			
Vaatluste arv:	15			
Mudeli kuju:	ln_ nafta=C(1)+C(2)ln_ varad+C(3)ln_ intress			
	Koefitsient	Standardviga	T-statistik	Tõenäosus
C(1)	-10,310	3,447	-2,991	0,011
C(2)	2,035	0,496	4,107	0,001
C(3)	0,432	0,188	2,299	0,040
R2	0,733	F-statistik		16,5
Kohandatud R2	0,688	Durbin-Watsoni statistik		1,469
Hinnangu standardviga	0,41048	Kollineaarsustolerants		
Jääkliikmete ruutude summa	2,022	ln_ varad, ln_ intress		0,141

Park`i testi andmed ja tulemused lisas 10 toodud mudeli testimiseks.

Aasta	Mudeli hinnang Y	Jääkliige u	u ²	ln(u ²)	ln(Y)
2012	4,92966	-0,09775	0,00956	-4,65	1,6
2011	4,72074	0,02106	0,00044	-7,72	1,55
2010	4,43210	-0,05220	0,00272	-5,91	1,49
2009	4,27643	-0,43612	0,19020	-1,66	1,45
2008	3,83071	0,81021	0,65644	-0,42	1,34
2007	4,14511	-0,01717	0,00029	-8,13	1,42
2006	3,96910	0,15900	0,02528	-3,68	1,38
2005	3,66054	0,31164	0,09712	-2,33	1,3
2004	3,08737	0,42805	0,18323	-1,7	1,13
2003	3,07094	0,35039	0,12277	-2,1	1,12
2002	3,15593	0,00954	0,00009	-9,3	1,15
2001	3,42354	-0,22486	0,05056	-2,98	1,23
2000	3,42706	-0,11324	0,01282	-4,36	1,23
1999	3,17424	-0,64771	0,41953	-0,87	1,16
1998	3,07344	-0,50083	0,25083	-1,38	1,12

$$\ln(u^2) = 4,509 - 6,346 \ln(Y)$$

(p) (0,185) (0,081)

H0: $p < 0,05$; heteroskedastiivsust mudelis ei esine

Lisa 11. Statistilise analüüsi tulemused inflatsiooni, föderaalreservi varade mahu ja intressimäärade seoste osas.

Sõltuv muutuja	ln_inflats			
Vähimruutude meetod				
Valim:	1998-2012			
Vaatluste arv:	15			
Mudeli kuju:	$\ln_inflats=C(1)+C(2)\ln_varad+C(3)\ln_intress$			
	Koefitsient	Standardviga	T-statistik	Tõenäosus
C(1)	-3,712	2,348	-1,581	0,142
C(2)	0,272	0,132	2,064	0,063
C(3)	0,665	0,337	1,974	0,074
R2	0,281	F-statistik		2,151
Kohandatud R2	0,150	Durbin-Watsoni statistik		2,023
Regressiooni standardviga	0,27803	Kollineaarsustolerants		
Jääkliikmete ruutude summa	0,850	ln_varad, ln_intress		0,160

SUMMARY

Choices of Monetary Policy in Fostering Environment for Long Term Economic Growth

Viljar Vahi

Global financial crisis and associated economic slowdown in many countries gives reason to search for measures which could support economic growth and more importantly foster environment for long term economic growth. Central banks' and other monetary organizations' activities in conducting monetary policy should seek financial stability and collateral economic growth as their final target, therefore effective operations of such organizations should be taken into attention as primary means in creating environment for growth

The objective of this study is to point out actions of monetary policy which would create environment for stable economic growth. In the second part of the research the evaluation of organizations conducting monetary policy in terms of economic crisis is carried out. The choices of monetary policy are assessed on the basis of real examples.

In theoretical part of the study research tasks are the analysis of monetary policy actions, identification of conditions and factors for stable economic environment and identification of growth-inducing monetary policy actions. In empirical part of the study research tasks are to analyze monetary policy actions carried out by two different countries – United States of America and Australia – and the results of these actions in achieving environment for long term growth. In empirical part of the study the practice of monetary policy in terms of global economic slowdown is also analyzed.

In inducing economic growth the primary task of monetary policy is to balance roles in stimulating economic activity by promoting high employment, investment growth and

money circulation in one hand and stabilizing economy by lowering inflation and flattening economy's cyclical behaviour in the other.

In developed countries, inflation targeting is effective measure of monetary policy to create economic stability. It helps to form market agents' inflation expectations and stabilize their economic actions, therefore it also helps to avoid volatile cyclical elements in economy and foster environment for stable economic growth.

In developing countries, inflation targeting could also help monetary policy to achieve environment for stable economic growth. It is important that certain country's development level is taken into account in considering additional measures, for example, higher inflation targets are often allowed.

In addition to inflation targeting, it is recommended to use counter-cyclical monetary policy actions. It means that central bank's actions should be addressed to flatten volatility resulting from agents' decisions. More stable economic environment leads to smaller volatility in output and therefore smoother and longer-term growth.

Similarly to smoothing excessive volatility in economic cycles it would be useful for monetary policy to concentrate on reducing shocks in asset prices. It is crucial for central banks to avoid actions that create such shocks. Both these activities provide signals for market participants that monetary policy can guarantee stability in economy.

In order to gain maximum effect from actions of monetary policy, additional and sufficient information has to be provided for market participants. Information circulation between agents and central banks is emphasized in transmission mechanism of monetary policy also. It helps central banks to understand expectations of market participants' and to increase central banks' reliability.

Maintaining of central banks' reliability is very important in light of recent global economic downturn. In current research it is shown that in conducting monetary policy, US Federal Reserve has made two major decisions that are in conflict with conservative monetary policy standards. By lowering interest rates and expanding central bank assets for favour of fiscal policy, reliability of central bank is harmed and independence of monetary policy is under question. Unusual actions of monetary policy are reasons for

shocks in asset prices, such as gold and oil. The continuous rise of gold price particularly reflects loss of central bank reliability. On contrary, Australia's central bank's conservative attitude in setting interest rates has lead to situation where central bank's reliability and independence is maintained.

Significant increases in prices of globally important assets imply significance of monetary policy independence for maintaining central bank reliability. Although fears of higher inflation from unusual practice of central banks have not realized, it is highly possible that continuous application of such measures leads to situations where market participants seek guarantee of stability from different sources than central banks. Shocks in asset prices could turn larger and resulting higher inflation cannot be excluded.

In following studies further attention should be paid to central banks' actions in favour of fiscal policy targets as well as to central banks' independence more broadly. Additional attention should also be paid to inflation – if there exists risk for higher intlation due to central banks' unusual actions, how to measure it and which ways are to be considered if the nessecity to control such inflation becomes evident.