

EUROÜLIKOOL  
Ärijuhtimise teaduskond

Tatjana Haasma

**KULD MONETAARPOLIITIKAS JA  
INVESTEERIMISVARANA**

Bakalaureusetöö

Juhendaja:  
B. Saul, PhD.,  
Euroülikooli  
professor

Tallinn 2008

# **Kuld monetaarpoliitikas ja investeerimisvarana**

**Tatjana Haasma**

## **Resümee**

Antud bakalaureusetöö pealkiri on „Kuld monetaarpoliitikas ja investeerimisvarana“. Töö on informatiivne ning selle eesmärgiks on selgitada kulla seost maailma majanduses toimuvate protsessidega ning analüüsida kulda kui investeerimisvara.

Töö ülesanneteks on:

- uurida kulla osatähtsust ja mõju rahvusvahelisele rahapoliitikale läbi ajaloo;
- analüüsida kulda kui investeerimisvara ja tuua välja selle eeliseid võrreldes teiste investeerimisvõimalustega üleüldiselt ning tänapäeva majandusliku olukorra kontekstis.

Töö koosneb kolmest osast ning sisaldab 6 joonist, 2 tabelit tekstis ning jooniste sarja lisas. Esimeses osas vaadeldakse Eesti majanduse hetkeseisu lähtudes 2006.a. ja 2007.a. põhinäitajatest ja sotsiaalmajanduslikust olukorrast ning monetaarpoliitika ja eurole üleminekuga seotuid probleeme.

Teine osa käsitleb kulda kui üleüldist ekvivalenti monetaarpoliitikas ning kirjeldab kulla rolli kullastandardi, Bretton Woodsi ja kaasaegse rahvusvahelise rahasüsteemi raames.

Kolmas osa annab ülevaade ülemaailmsest kulla toodangust ja selle reservidest eri riikides, kulla omadustest investeerimisvarana ning Eestis saada olevast investeerimiskullast.

Töö kirjutamisel on kasutatud 60 infoallikat, s.h. raamatuid, artikleid ning andmebaaside, aruannete ja analüütiliste ülevaadete andmeid. Esimeses osas kasutatavad andmed on enamasti pärit Eesti Panga ja Eesti Statistikaameti materjalidest.

# **Gold in Monetary Politics and as an Investment Asset**

**Tatjana Haasma**

## **Summary**

The title of this bachelor thesis is „Gold in Monetary Politics and as an Investment Asset.” This bachelor thesis is informative and it’s purpose is to clarify the links between gold and the processes in global economy and to analyze gold as an investment asset.

The tasks were set as following:

- To research the importance of gold and it’s effect on global monetary politics throughout the history;
- To analyze gold as an investment asset and point out it’s advantages comparing to other investment possibilities in general and in the context of today’s economy.

This bachelor thesis consists of three parts, includes 6 graphs and 2 tables and a series of graphs in the appendix. The first part gives a general overview of the Estonian economy at the moment, based on the most important data from 2006 and 2007, the socio-economic situation and the problems in connection with transition to Euro.

The second part deals with gold as a general equivalent in monetary politics and describes the role of gold in connection with gold standard, Bretton Woods and contemporary international monetary system.

The third part gives an overview of world gold production and the gold reserves in different countries, it’s characteristics as an investment asset and the investment gold available in Estonia.

This bachelor thesis is based on 60 sources, including books, articles and the information available in databases, reports and analyses. The data presented in the first part is mostly from the materials by Estonian Bank and Estonian Statistics Department.

## **Jooniste ja tabelite loetelu**

Joonis 1. Sünnid, surmad ja loomulik iive, 2000–2007 .....	16
Joonis 2. 15-74-aastate hõiveseisund, 2007.....	17
Joonis 3. Kulla kaevandamine, 2007 .....	52
Joonis 4. Ametlikud kullareservid, 1948 – 2006 .....	55
Joonis 5. Dow Jonesi indeksi ja kulla suhe .....	61
Joonis 6. Kulla hind, 1970 – tänapäev.....	62
Tabel 1. Kulla pakkumine ja nõudlus aastatel 2005 – 2007 .....	49
Tabel 2. Maailma ametlikud kullareservid 2008 märtsis .....	56

# Sisukord

Resümees	2
Summary	3
Jooniste ja tabelite loetelu	4
Sissejuhatus	7
1. Eesti majanduse hetkeseis ja monetaarpoliitika probleemid	9
1.1. Eesti majandusindikaatorid anno 2006.a. ja 2007.a.	10
1.1.1. Sisemajanduse koguprodukt	11
1.1.2. Jooksevkonto	12
1.1.3. Riigieelarve	13
1.2. Sotsiaalmajanduslikud probleemid	15
1.2.1. Rahvastik	15
1.2.2. Tööhõive	16
1.2.3. Tarbimine	18
1.3. Monetaarpoliitika probleemid ja üleminek eurole	19
1.3.1. Eesti rahapoliitika korraldus ja iseärasused	19
1.3.2. Eesti monetaarpoliitika probleemid	20
1.3.3. Üleminek eurole	22
2. Kuld kui üleüldine ekvivalent monetaarpoliitikas	24
2.1. Kuld kui rahvusvaheline raha ja kullastandard (1880 – 1914)	25
2.1.1. Kullastandardi põhiomadused	27
2.1.2. Kullastandardi eelised, puudused ja kriisid	28
2.1.3. Kullastandardi kokkuvarisemine ja sõdadevaheline olukord	30
2.2. Bretton Woodsi süsteem ja kulla-valuuta standard (1947 – 1971)	32
2.2.1. Rahvusvaheline Valuutafond	33
2.2.2. Bretton Woodsi süsteemi lõpp	35

2.2.3.Süsteemi tulemused ja kokkuvarisemise põhjused.....	37
2.3. Tänapäevane rahvusvaheline rahasüsteem .....	38
2.3.1.Valuutaturg .....	40
2.3.2. Euroopa rahasüsteem.....	42
2.3.3.Kuld tänapäevases rahvusvahelises rahasüsteemis.....	45
3. Kuld investeerimisvarana .....	48
3.1. Kulla toodang ja reservid maailmas .....	49
3.1.1. Kullakaevandused.....	50
3.1.2. Kulla reservid maailmas .....	55
3.1.3. Eesti Panga kuld .....	57
3.2. Kulla eelised investeerimisvarana .....	58
3.2.1. Füüsilise kulla eelised.....	59
3.2.2. Kuld investeerimisportfelli riski hajutajana .....	60
3.2.3.Kuld kriisi ajal .....	61
3.3. Kullakangid ja kuldmündid Eestis.....	63
3.3.1. Eestis saadavad tänapäevased investeerimismündid .....	64
3.3.2. Ajaloolised ja numismaatilised kuldmündid .....	66
3.3.3. Kullakangid .....	68
Kokkuvõte .....	69
Kasutatud kirjandus .....	70
Lisad .....	75
Lisa 1. Kulla hind erinevates valuutades 1971 – 2007 .....	75

## Sissejuhatus

Veel 2007. aasta alguses näis eestlastele elu ilus: Eesti majanduse jõulise kasvuga suurenesid ka inimeste sissetulekud, tekkis palju uut elamispinda, kroon tundus olevat kindel ja stabiilne raha. Kuid majanduse areng ei saa pidevalt ülespoole liikuda ning sellele järgnes periood, mida iseloomustab oluliselt aeglasem kasv või koguni langus.

Viimaste aastate kiire palgakasv ületas tootlikkuse kasvu ning õõnestas riigi konkurentsivõimet, mis omakorda suurendas jooksevkonto puudujääki mis koos erasektori ulatusliku võlakoormuse ja ülekuumenenud kinnisvaraturuga tekitas küsimuse, kas olukord võib lõppeda krahhiga. Maailma finantsturgudel valitsev ärevus suurendas investorite riskikartlikkust, mida suurendasid veelgi Eesti krooni devalveerimisteemalised vaidlused ajakirjanduses.

Inimesed on hakkanud rohkem oma tarbimisotsuseid läbi mõtlema ning otsima uusi võimalusi oma säästude säilitamiseks ja kasvatamiseks, mistõttu on Eestis suurenenud huvi investeerimiskulla vastu.

Kullal on pikk ajalugu, seda on raske leida ja toota ning selle kogus on olemuselt piiratud. Alates antiikajast on kuld inimkonna teeninud nii kauplemis- kui ka varade säilitamise vahendina. Seda hoitakse reservvarana peaaegu kõikides maailma keskpankades, sest seda saab kasutada ka äärmuslike rahvusvaheliste kriiside korral. Kuld on suutnud säilitada oma väärtuse suuremate finantskriiside ajal, mistõttu võib seda pidada madala riskiastmega investeerimisinstrumendiks.

Tänapäeval aina rohkem inimesi võtab kulda oma investeerimisplaanidesse. Kulla omamise peamiseks põhjuseks on tavaliselt varade säilitamine, kuid viimasel ajal on sellele lisandunud ka kasumipotentsiaal.

Kullahinna kasvu üheks eelduseks on kaevandusmahtude vähenemine. Ülemaailmne kullatoodang saavutas oma tipu 2003. aastal ning sellest ajast peale oli märgata järkjärgulist allakäiku. Praeguse kulla populaarsuse juures kasvab kullaotsimine taas ning USAs räägitakse koguni uuest kullapalavikust, kuid uute kaevanduste rajamine nõuab aega, mistõttu tootmise suurenemist lähiaastatel ei ole oodata.

USA laenuturu kriis laienes eri seoste kaudu ka mujale ning põhjustas segaduse maailma finantsturgudel. Ajakirjanduses ilmub teateid, et usalduse puudumise tõttu eemalduvad investorid aktsia- ja valuutaturgudelt, mis on veel üks põhjus kullahinna tõusmiseks.

2008. aasta algus tõi kullahinna rekordi – üle 1000 USD untsi eest. Seejärel on hind stabiliseerunud, kuid analüütikud prognoosivad veelgi suuremat kasvu juhul, kui kriis peaks süvenema.

Investeeringuskulla teema on aktuaalne igal ajal, eriti aga majanduslanguse ning globaalsete kriiside perioodidel. Kahjuks ei ole see tänapäeva investeeringukirjanduses veel eriti populaarne ning teemakohalist informatsiooni leidub enamasti kullaga otseselt seotud organisatsioonide ja ettevõtete allikatest.

Antud töö raames püüdis autor olulist kullaga seotud informatsiooni süstematiseerida ning adopteerida Eesti oludesse nii, et see võiks potentsiaalsele investeerijale kasulik olla.



# 1. Eesti majanduse hetkeseis ja monetaarpoliitika probleemid

Eesti majandusel on 21. sajandi alguses läinud väga hästi. Sisemajanduse koguprodukt (SKP) on aastatel 2000 kuni 2007 kasvanud rohkem kui 2,5 korda, mis tähendab, et Eesti toodab aastaga kaks ja pool korda rohkem kaupu ja teenuseid kui sajandi alguses. SKP keskmine kasvutempo kiirenes veelgi rohkem pärast Euroopa Liiduga ühinemist.

ELiga liitumise üheks tulemuseks oli sisenõudluse tugevnemine. Laenude kättesaadavus ja suuremad sissetulekud soodustasid investeringuid kinnisvarasse. Sellele järgnes tööhõive ja palga kasv, mis toetas eratarbimist ning investeringuid neisse valdkondadesse, mis on suunatud kodumaisele tarbijale. (Sutt, 2008)

2007. aasta oli majanduse jaoks pöördeline kogu maailmas. Eeskätt puudutab see USA-d, kus varem valitses arvamus, et USA majanduskasvu aeglustumine on seotud kõigepealt elamuturu ja finantssektoriga ega lähe üle languseks. Nüüd aga süvenes turgudel pessimism ka USA muude sektorite suhtes. (Ülevaade Eesti majanduse..., 2008)

Maailmamajanduse kasv on aeglustunud: IMF ootab USA-le selleks aastaks 1,5 protsendilist, euroalale 1,6 protsendilist majanduskasvu. Samas inflatsioon on endiselt kõrge, mille põhjuseks on kütusehinnad ja toiduainete hinnatõus. Väliskeskkonna riskid on kasvanud. 2007. aasta tõi muutuse investorite suhtumises, mis väljendus vastastikuse usalduse languses.

Muutunud keskkond tähendas Eesti majanduse riskide ning kasvupotentsiaali ümberhindamist. Seni investorite silmis aktsepteeritavana tundunud riskid - laenumahu kiire kasv ja jooksevkonto puudujääk - viisid muutunud olukorras Eesti reitingu alandamiseni. (Sutt, 2008)

Palgakasvu kiirenemine andis põhjust muretsemiseks konkurentsivõime säilimise üle (2007.a. IV kvartalis ulatus keskmise brutokuupalga kasv 20,1%-ni, tootlikkus ühe töötaja kohta kasvas vaid 4%). Kinnisvaralaenude kasv kinnisvarabuumi taustal ja pankadevaheline pingeline konkurents põhjustasid riske, kuna laenajate tagasimaksevõime vähem soodsates tingimustes võib olla üle hinnatud. Samas on väliskeskkond muutunud

ebasoodsamaks seoses eurole ülemineku edasilükkumise ning poliitiliste pingetega Eesti ja Venemaa vahel. (Eesti - 2007. aasta..., 2007)

Ehitusbuumi lõppemine, tõusnud intressimäärad ja eratarbimise kasvutempo aeglustumine pidurdasid teisel poolaastal rahanõudluse kasvu. Tarbija on tuleviku suhtes muutunud ebakindlamaks ning hinnatundlikumaks. Hinnalangus kinnisvaraturul, hinnakasvu aeglustumine ehitus- ja üüriturul ning palgakasvu tipnemine ja töötü abiraha taotlejate arvu kasv 2007. aasta lõpus ilmselt toob nii palga- kui ka üldist hinnakasvu alanemist. (Sutt, 2008)

Seda soodustab ka aeglustunud laenumahu kasv. Võrreldes laenumahu kasvu 2006. aasta sama perioodiga lisandus 2007.a. detsembris 34% vähem laene. Aasta arvestuses kasvas kõige vähem uute eluasemelaenude maht, kui lisandus vaid 40% 2006. aasta detsembri mahust. Tunduvalt vähem väljastati detsembris laene ka siseturule orienteeritud ettevõtetele (eelkõige kinnisvaraga tegelevatele ettevõtetele). Arvestades majanduse kohanemist ja laenumahu kasvu edasist vaibumist on oodata ka laenuportfellide kvaliteedi langust. (Ülevaade Eesti majanduse..., 2008)

### ***1.1. Eesti majandusindikaatorid anno 2006.a ja 2007.a.***

Eesti majanduskasv 2006. aastal ulatus 11,4%ni. Kasvu ergutasid tugev nõudlus välisturgudel, soodne rahapoliitiline keskkond ning suur kapitali sissevool.

Aasta kokkuvõttes kiirenes nii eratarbimise kui ka investeringute (kõige enam kinnisvarasektoris) kasvutempo. Sisenõudlust toetasid tulumaksu alandamisest võimendatud palgakasvu kiirenemine ja head laenuvõtmise tingimused. (Eesti maksebilansi aastaraamat, 2007)

Suur sisenõudlus kiirendas inflatsiooni ja suurendas jooksevkonto puudujääki. Aastal 2006 kallines tarbijakorv aastaga 4,4 protsenti. Inflatsioonitempot mõjutas tugevasti naftahindade kasv ning gaasi ja soojusenergia kallinemine. Toidukaupade hinnakasv jõudis aasta keskmisena 4,6 protsendini. (Rahapoliitiline ülevaade, 2007)

Esialgsel andmetel 2007. aasta keskmisena kallines tarbijakorv 6,6%. Inflatsiooni suurenemist põhjustasid teenusehindade tõus, kaugküttele kehtestatud käibemaksu määra

tõus ja energiakandjate kallinemine. Aasta lõpu toidukaupade järsk kallinemine maailmaturul ning naftahinna uus tõusulaine kiirendasid ka 2008. aasta alguse inflatsiooni, mis ulatus jaanuaris 11 protsendini. (Rahapoliitika ja Majandus, 2008)

### **1.1.1. Sisemajanduse koguprodukt**

2006. aastal oli sisemajanduse koguprodukt (SKP) jooksevhindades 204,6 miljardit krooni, mis on püsivhindades 11,4% suurem kui aasta varem. Eesti majanduskasv oli Läti järel Euroopa Liidus teisel kohal.

SKP kasv oli kogu aasta ulatuses kiireim peamiselt suure sisemajanduse nõudluse tõttu, mis kasvas püsivhindades 15,1%. Kõrgete ekspordihindade tõttu kasvas kaupade ja teenuste eksport impordist aeglasemalt, kasv vastavalt 10% ja 14,7%.

Tegevusaladest mõjutas SKP kasvu kõige enam hulgi- ja jaekaubanduse, töötleva tööstuse ning veonduse, laonduse ja side tegevusala kasv. (2006. aastal Eesti..., 2007)

CIA World Factbook andmetel oli Eesti SKP elaniku kohta 2006. aastal 20 300 USD elaniku kohta, mis paigutab Eesti riigi 55. kohale maailmas ja 23. kohale Euroopas (35% võrra alla euroliidu keskmise ostujõustandardi).

Aastatel 2005-2006 kiire majanduskasv tugines peamiselt kinnisvarasektoriga seonduvale. 2007. aasta kevadel algas vahepealse hoogsa majanduskasvu aeglustumine.

Kui aasta esimeses pooles ulatas SKP reaalkasv peaaegu 9%-ni, siis teisel poolaastal alanese 5% lähedale. Aasta keskmiseks kasvutempoks kujunes esialgsel hinnangul 7,1% ning SKP jooksevhindades moodustas 243,3 miljardit krooni. SKP kasv aeglustus sisemajanduse nõudluse ning kaupade ja teenuste ekspordi ja impordi kasvu aeglustumise tõttu.

Sisemajanduse nõudluse ja ekspordi kasvu aeglustumine põhjustas omakorda ettevõtete sektori kasvu aeglustumise 5,8%-ni. Suurem aeglustumine toimus hotellide ja restoranide, hulgi- ja jaekaubanduse ning kinnisvara, rentimise ja äritegevuse tegevusalal. (2007. Aastal Eesti..., 2008)

SKP elaniku kohta kasvas 2007. aastal 21 800 USD-ni, kuid jõukuse edetabelites on Eesti samal kohal. (CIA. The World Factbook, 2008)

### 1.1.2. Jooksevkonto

2006. aastal moodustas Eesti maksebilansi jooksevkonto puudujääk 15,7% sisemajanduse koguproduktist (32 mld krooni absoluutväärtuses). Sellest kaupade ja teenuste kontode puudujääk kokku moodustas 11,7% SKPst.

Jooksevkonto puudujäägi peamiseks põhjustajaks oli **kaupade konto**, mille negatiivne saldo suurenes aastaga ligi 13 mld krooni võrra ja ulatus 37 mld kroonini. Puudujääki suurendasid kõige rohkem transpordivahendid, keemia ja garderoobikaubad ning naftatooted. Ülejäägiga olid puit ja puittooted ning mööbel jm tööstuskaubad.

Peamise väliskaubanduspartneri - Euroopa Liidu - osa kaupade väljaveos moodustas 65% ning sisseveos 74%.

**Teenuste konto** ülejääk moodustas 12,7 mld krooni. Teenuste müük kasvas aastaga 8% ja ost 13%. Teenuste konto suurima osakaaluga teenuseliigi ehk veoteenuste konto ülejääk kasvas, kuid tähtsuselt teise teenuseliigi – reisisenete – konto ülejääk vähenes.

Ka teenuste puhul olid Eesti peamised äripartnerid Euroopa Liidu liikmesriigid, mis hõlmasid teenuste müügist 72% ja ostust 74%.

**Tulukonto** puudujääk moodustas 9,4 mld krooni. Eesti residentide välismaal teenitud tulu kasvas 60% ja mitteresidentide Eestis teenitud tulu ligi 50%, ulatudes vastavalt 13,5 ja 22,9 mld kroonini. Mitteresidentide Eestis teenitud tulust valdav osa (96%) oli investeerimistulu, millest 80% oli reinvesteeritud tulu.

Ligi 90% tulukonto käibest oli seotud ELi liikmesriikidega. (Eesti maksebilansi aastaraamat, 2007)

Esialgse maksebilansi järgi kasvas 2007. aasta jooksevkonto puudujääk aastaga ligi kolmandiku võrra ja moodustas 17,4% SKPst (42 miljardit krooni absoluutväärtuses).

**Kaupade konto** puudujääk kasvas aastaga üle 10% ja oli peaaegu võrdne kogu jooksevkonto puudujäägiga (41 miljardit krooni). Puudujäägi kasvu mõjutasid kõige enam transpordivahendid ja mineraalsed tooted (mootorikütused).

**Teenuste konto** ülejääk kasvas 2007. aastal ligi viiendiku võrra ning oli 15 miljardit krooni. Teenuste eksport kasvas aastaga 15% ja import 13%. Konto ülejääki suurendas põhiliselt ehitusteenuste puudujäägi muutumine ülejäägiks ja väiksemas mahus ka arvuti- ja info- ning finantsteenuste ülejäägi kasv. Veoteenuste ülejäägi kasv võrdus mahult reisiteenuste ülejäägi kahanemisega.

**Tulukonto** netoväljavool kasvas aastaga 75% ning ulatus 16,5 miljardi kroonini, mis näitab mitteresidentide Eestisse tehtud investeeringute edukust. Eesti residentide välismaal teenitud tulu kasvas ligi 25% ning mitteresidentide Eestis teenitud tulu ligi 50%, ulatudes vastavalt 16,7 ja 33,2 miljardi kroonini. Erinevalt 2006. aastast, mil otseinvesteeringutulu koosnes põhiliselt reinvesteeritud tulust, võtsid residendid 2007. aastal välja suures mahus dividende. (Eesti 2007. aasta esialgse..., 2008)

### 1.1.3. Riigieelarve

Peamiseks Eesti majanduse välis- ja sisetasakaalu toetavaks jõuks on kujunenud eelarvepoliitika. Valitsuse sääst suurenes 2006. aasta jooksul pidevalt. Aasta kokkuvõttes kujunes koondeelarve ülejääk 2005. aasta omast suuremaks, ulatudes ligikaudu 4 %-ni SKPst. (Rahapoliitiline ülevaade, 2007)

2006. aastal laekus riigieelarvesse 67,8 miljardit krooni, mis moodustas 101,4 % eelarve ja lisaeelarvega planeeritust, võrreldes 2005. aastaga kasvas tulude laekumine 22,2%.

Suurema osa Eesti riigieelarve tuludest moodustavad maksud, maksutulude laekumine suurenes võrreldes 2005. aastaga 20,3% võrra ning ulatus 2006. aasta lõpuks 55,2 miljardi kroonini.

Enim laekub sotsiaalmaksu, võrreldes 2005. aastaga suurenes see 19,9 protsenti, mille põhjuseks on nii töötasude kui ka palgasaajate arvu väga kiire kasv.

Teisel kohal on käibemaksu laekumine, mis moodustas 2006. aasta kokkuvõttes 18,6 miljardit ehk 102,2% eelarve ja lisaelarvega planeeritud summast. Võrreldes 2005. aastaga suurenes käibemaksu laekumine 27% võrra, mille taga oli 2006. aastal toimunud suur tarbimise kasv, mis tulenes sissetulekute suurenemisest ning optimistlikest tulevikuootustest.

Mittemaksulisi tuluseid laekus 2006. aasta jooksul kokku 12,6 miljardit krooni.

2006. aasta lõpu seisuga tehti riigieelarvest kulusid 62,6 miljardi krooni ulatuses. Võrreldes 2005. aasta sama perioodiga suurenesid kulud 18,8% võrra. Suurima osakaaluga kululiikideks olid mitmesugused eraldised (sotsiaaltoetused, sihtotstarbelised eraldised) ning tegevuskulud (personalikulud, majandamiskulud), mis moodustasid kogukuludest vastavalt 72,2% ja 20,4%.

Eelarve ülejäägi arvelt suunati 2 miljardit krooni pensionireservi, lisaks suunati pensionireservi 1,8 miljardit krooni 2005. aasta riigieelarve ülelaekumise arvelt. (Eelmise aasta riigieelarve..., 2007)

Esialgse hinnangul oli 2007. aasta koondeelarve ülejääk 2,8% SKP suhtes. Kuid ülejäägi peamiseks tekkepõhjuseks ei olnud enam maksutulude ülelaekumine, vaid plaanipärane reservide suurendamine ja ka mõne suurprojekti edasilükkamine kohalike omavalitsuste tasandil.

Kulude poolel oli suurimaks muutuseks see, et loobuti vanaduspensionide ühekordse tõstmise tavast ning kehtestati pensioni arvutamise valem, mis seab pensioni varasemast suuremasse sõltuvusse keskmise palga kasvust.

2008. aastaks oli valitsus seadnud eesmärgiks 1,3%-lise ülejäägi SKP suhtes, kuid juba aasta alguses sai selgeks, et maksutulude prognoos võib osutuda liiga optimistlikuks ning investeerimisprogramm liiga ambitsioonikaks, et saavutada sellist eesmärki. (Rahapoliitika ja Majandus, 2008)

Aprillis langetas valitsus majanduskasvu prognoosi 3,7%-le ning otsustas negatiivse lisaelarve kasuks kohustusega vähendada eelarve kulusid 3,1 miljardi krooni võrra. (Pinn, Reiljan, 2008)

## **1.2. Sotsiaalmajanduslikud probleemid**

Kuni Eesti majandusel läks hästi, oli märgata ka sotsiaalprobleemide paranemist: tööhõive ja sissetulekud suurenesid, töötus ja allpool vaesuspiiri elavate isikute osakaal vähenes (näiteks 2006. aastal oli tööpuudus 5,9% ja allpool absoluutset vaesuspiiri elas 12,4% peredest ning 16,8% lastest vanuses 0–15 aastat). Samal ajal aga suurenes erinevate ühiskonnakihtide vaheline majanduslik ebavõrdsus, mis oli Eestis 2006. aastal suurem Euroopa Liidu keskmisest. (Rahvastiku tervise..., 2008)

Majanduskasvu aeglustamise ja sisenõudluse vähenemisega muutusid ka tööturu näitajad. Eesti Pank ennustab 2008. aastaks tööhõive vähenemist 2,4%, tööpuuduse suurenemist 6,4 %-ni (2007. aastal 4,7%) ning palgakasvu aeglustumist 5,7%-ni (2007. aastal 13,8%). (Ellam, 2008)

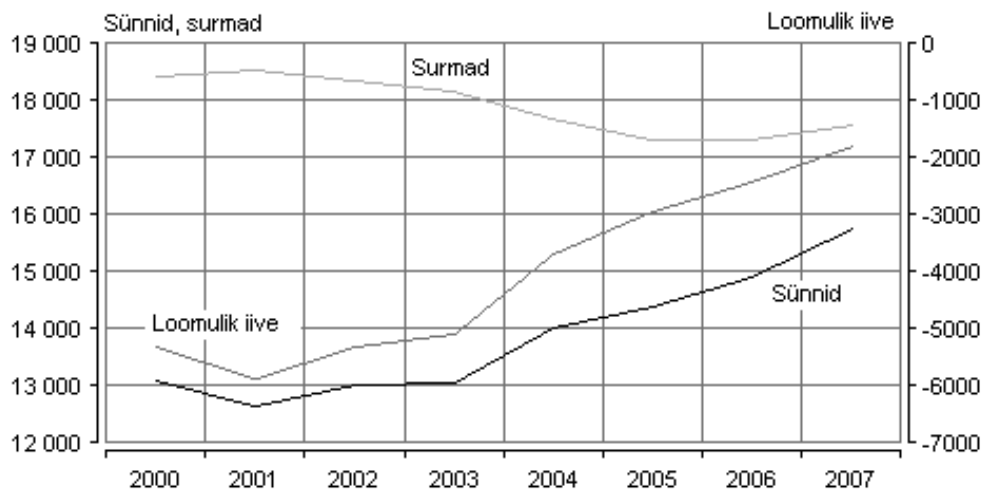
Töøjõus osalejate arvu lisaks majanduse käekäigule mõjutavad ka rahvastikum muutused, mis sõltuvad sündimusest, suremusest ning töøjõu sisse- ja väljavoolust. Demograafiliste protsessidega seonduvalt hakkas Eesti tööealine elanikkond vähenema. 2008. aasta alguses oli 15–74 - aastaste arv 2600 võrra väiksem kui eelmisel aastal ning Eurostati prognoosi järgi võib 2014. aastaks tööealiste arv Eestis alanema 67 000 inimese võrra 982 000-ni. (Tur, Viilmann, 2008)

### **1.2.1. Rahvastik**

Rahvaloendusele järgnevate aastate jooksul on Eesti rahvastik igal aastal kahanenud. Suurenenud sündide arvu tõttu 2007. aastal rahvaarvu vähenemine aeglustus (0,13%), kuid loomulik iive jäi ikka negatiivseks (joonis 1). Kokku registreeriti 2007. aastal perekonnaseisuametites 15 741 elussündi, mis on 864 sündi rohkem kui aasta varem. Kokku oli esialgsel hinnangul 1. jaanuaril 2008 Eesti arvestuslik rahvaarv 1 340 600. (Mullu rahvaarvu..., 2008)

Rahvastiku arvu saab parandada kas lapsi sünnitades või sisserännet suurendades. Kuid kuna sisserändajad ei ole tavaliselt palju nooremad kui põliselanikud, ei avalda see suurt mõju rahvastiku vananemise olukorra parandamisele (ÜRO prognooside järgi on

2050. aastaks Euroopas üle 65-aastaseid elanikke üle 30%). Seega prioriteediks jääb sündimuse suurendamine. (Saks, 2007)



Joonis 1. Sünnid, surmad ja loomulik iive, 2000–2007 (Eesti Statistikaameti andmebaas, 2008)

Tallinna Ülikooli eesti demograafia instituudi direktor Kalev Katuse sõnul on 1990ndate alguse sündimuse languse järel viimase kümme aasta vältel saavutatud umbes 75% rahva taastamise tasemest. Kuid vaatamata sellele, et 2007. aasta sündimuse arv oli viimase 13 aasta rekord, ei ole see piisav, kuna kolme-nelja aasta pärast hakkab sünnitusealiste naiste arv vähenema ja lapsi aina vähem sündima. (Koch jt., 2008)

Suurenenud on lastetute hulk ning aina rohkem naisi lükkab lapsesaamist edasi, mida kinnitab ka eelmise aasta mitmikute sündide rohkus (näiteks kaksikuid sündis üle 250 paari), mille üks põhjusi on kehaväline viljastamine.

Hetkel on Eestis iga sünnitusealise naise kohta 1,6 last, rahvastiku taastootmise jaoks on aga vaja 2,1 ning olukorra jätkumisel ei ole lähiaastatel rahvaarvu suurenemist oodata. (Aasmäe, 2008)

### 1.2.2. Tööhõive

Tööhõive on kasvanud alates 2001. aastast, kõige rohkem kasvas hõivatute arv 2006. aastal. 2007. aasta keskmine töötuse määr oli 4,7%. 15–74-aastasi tööga hõivatuid oli



655 000, töötuid 32 000 ja mitteaktiivseid 359 000. Tööhõive kasvas nii töötuse kui ka mitteaktiivsuse vähenemise tõttu ning 2006. aastaga võrreldes oli hõivatuid 9000 võrra rohkem, kuid seda enamasti ehitussektoris töötavate inimeste arvelt.

2007. aastal kasvas tööhõive põhiliselt kolmes esimeses kvartalis (joonis 2), aasta lõpus kasv pidurdus ning hõivatute arv III kvartaliga võrreldes vähenes. (Mullu töötus..., 2008)



Joonis 2. 15-74-aastaste hõiveseisund, 2007( hõivatud, tuhat; Eesti Statistikaameti online andmebaas)

Selle põhjusteks on majanduskasvu aeglustumine, palgasurve ning inflatsioon, mis paneb ettevõtteid raskustesse. Eelkõige puudutab see ehitussektorit, kus juba praegu ollakse tellimusteta ning edaspidine kinnisvaraturu jahtumine tõenäoliselt vähendab nõudlust ehitajate järele veelgi. Peale ehituse ja kinnisvara paneb sisenõudluse vähenemine raskemasse olukorda ka kohalikele tarbijatele orienteeritud ettevõtted ja meelelahutustööstuse. Samuti ilmselt peavad lõpetama tööjõu kallinemise tõttu oma tegevuse odavaid kaupu tootvad ettevõtted. (Uusen, 2007)

Vaatamata prognoositavale töötute arvu kasvule, on tegemist enamasti kvalifitseerimata tööjõuga ning tööandjatel on endiselt raskusi vajaliku haridusega spetsialistide leidmisega. Ühelt poolt on see seotud väheneva rahvaarvu ja vananeva rahvastikuga ning teisalt töötajate jätkuva väljavooluga välisriikidesse. Ettevõtetel on raskusi vajaliku kvalifitseeritud tööjõu leidmisega, sest ebapiisav tööjõupakkumine ei suuda enam rahuldada nõudlust.

Eelnevate aastate kohta kehtiv fakt, et tööturule sisenes 1980ndate lõpus „beebibuumi” ajal sündinud arvukas noorte hulk, ei ole tänaseks enam aktuaalne. Tööjõuturule sisenejaid ehk uusi 15-aastaseid on küll jätkuvalt rohkem kui tööjõu hulgast lahkujaid ehk 75-aastaseid, kuid see vahe on nüüd ebapiisav, et kompenseerida ka muus vanuses tööealise elanikkonna vähenemist (näiteks migratsiooni tagajärjel).

Samal ajal kohalikule turule suunatud tööjõupakkumise kasv on aeglustumas ning Eestist välismaale suundujate arv on tõusmas. Vastavalt Eurostati andmetele on välismaal töötavate Eesti residentide arv pärast Euroopa Liiduga ühinemist pidevalt suurenenud. Seda pole suutnud kompenseerida teiste riikide residentide sissevool Eestisse (2007. aasta I kvartalis ulatus netomigratsiooni negatiivne saldo 17 000 inimeseni, II kvartalis 15 000 inimeseni). (Tur, Viilmann, 2008)

### **1.2.3. Tarbimine**

Palgakasvust ja soodsatest laenu saamise võimalustest tingitud viimaste aastate kiire sissetulekute kasv põhjustas inimeste ostujõu suurenemise ja eratarbimise hoogustumist, mis aga aeglustus 2007.aasta lõpuks.

2007. aasta IV kvartalis oli ettevõtete, asutuste ja organisatsioonide täis- ja osalise tööajaga töötajate keskmine brutopalk kuus 12 270 krooni ning leibkonnaliikme kuu keskmine väljaminek 4358 krooni. (Eesti Statistikaameti andmebaas)

Samas elab Eestis suhtelises vaesuses 18% rahvastikust — üle 240 000 inimest peab tulema toime vähemaga kui 28 000 krooni aastas.

Vaesuse põhjuseks on erinevad tegurid: madal haridustase, kindla töökoha puudumine, leibkonna koosseis jne. Vaatamata sellele, et püsiv töökoht vähendab vaesusesse langemise ohtu, kogevad vaesust ka paljud palgatöötajad: Eestis on ligi 44 000 vaest püsiva töökohaga inimest (enamasti üksikvanemad). Lastega leibkonnad on majanduslikus mõttes haavatavamad, üksikvanemad ja lapserikkad pered on vaesusriskis ka siis, kui üks vanematest töötab.

Suurenenud on ka inimeste omast taskust tehtavad kulutused tervishoiule, mis veelgi võimendab majandusliku ebavõrdsuse mõjusid ja suurendab terviseprobleemide tõttu vaesusesse langemise ohus olevate isikute arvu.

Ebavõrdsuse ulatust ühiskonnas näitab kõikide sissetulekute jaotumine elanikkonna vahel: Eestis on rikkaima viiendiku elanikkonna käes 41%, vaeseima viiendiku käes aga 7% kõikidest sissetulekutest. Rikkaima ja vaeseima kvintiili sissetuleku erinevus on üks suuremaid Euroopa Liidus – 5,9 korda.

Üheks olulisemaks mureks Euroopas peetakse laste vaesust. Eestis on laste vaesus kõrgem Euroopa keskmisest tasemest: Eestis elab kuni 15-aastastest vaesuses iga neljas. (Emois, 2007)

Elu kallinemine ja seeläbi ka elatusmiinimumi piiri tõus võib 2009ks aastaks suurendada vaesuses laste osakaalu võrreldes 2006. aastaga. Suurt rolli ebavõrdsuse ja laste vaesuse vähendamisel mängivad sotsiaaltoetused, kuid majanduse jahenemine ja riigi eelarve kokkuhoiupoliitika ohustavad plaanitud peretoetuste suurenemist, mis aitaks süvavaesuses ja vaesusriskis elavaid lapsi, sealhulgas 32 000 last vanuses poolteist kuni kolm aastat. (Kalamees, 2008)

### ***1.3. Monetaarpoliitika probleemid ja üleminek eurole***

Eesti rahapoliitika aluseks on 1992. aasta rahareformist alates olnud seotud vahetuskursi poliitika, mida toetab valuutakomitee süsteem. Eesti kroon on alates 1999. aastast seotud euroga vahekorras  $1 \text{ EUR} = 15.64664 \text{ EEK}$ . Seoses suurenenud inflatsiooni, üldise majanduse olukorra halvenemise ja eurole ülemineku edasilükkamisega on viimasel ajal tekkinud küsimusi võimaliku kriisi tuleku ja krooni devalveerimise ohu üle.

#### **1.3.1. Eesti rahapoliitika korraldus ja iseärasused**

Valuutakomitee on eritüübist seotud vahetuskursi poliitika, mille puhul toimivad tavalisest rangemad seadusandlikud piirangud rahapoliitika teostamisel. Need puudutavad eelkõige raha emissiooni piiramist valuutareserve juurdekasvuga ning reegleid kohaliku valuuta vahetuskursi muutmiseks baasvaluuta suhtes.

Valuutakomitee on seadusandlik raamistik, mis sätestab Eesti Panga toimimise põhialuseid, kus iseseisvus ja õigused rahapoliitika teostamisel on võrreldavad arenenud riikide keskpankadega ning mille kohaselt peavad Eesti Panga poolt emiteeritud sularaha, pankade hoiused ja muud keskpanga kohustused olema kaetud välisvaluuta- või kullareserviga. Keskpank võib ringluses oleva raha hulka muuta vaid kooskõlas valuutareservide muutustega (reservide suurenemise puhul saab rahvusvaluutat ringlusesse juurde lasta, vähenemise puhul tuleb raha ringlusest ära tõmmata).

Valuutakomitee süsteemi tugevuseks loetakse tema lihtsust ja läbipaistvust ning suhteliselt kerget elluviidavust, mistõttu on see suhteliselt hea süsteem väikestele ja avatud majandusega riikidele, kes tahavad end lähendada suuremale ja stabiilsema valuutaga majanduspiirkonnale.

Valuutakomitee süsteemi nõrkuseks loetakse tema vähest paindlikkust teatud situatsioonides. Näiteks võib takistada finantsvahenduse efektiivsust see, et rahaturu lühiajalise likviidsuse reguleerimisel võib tugineda ainult intressiarbitraažile ja rahvusvahelistele kapitalivoogudele osutada ebapiisavaks. (Eesti rahapoliitika., 1996)

### **1.3.2. Eesti monetaarpoliitika probleemid**

Eesti majanduse suureks mureks on inflatsioon. Aastatepikkune kõrge inflatsiooni tase on pandnud Eesti krooni tugeva surve alla. See on tekitanud arvamust, et kroon on tänapäeval euro suhtes ülehinnatud ning selle tegelik väärtus on ligikaudu 50% praegusest nimiväärtusest. (Passila, 2008)

Väljakujunenud majandusliku olukorra kontekstis peetakse suurimaks rahapoliitika probleemiks Eestis jäiga valuutasüsteemi, kuna keskpangal puuduvad vahendid inflatsiooni vastu võitlemiseks. Välisanalüütikud üha enam võrdlevad Eesti olukorda kriisieelse Aasia ja Skandinaaviaga, mis tegi aktuaalseks Eesti krooni devalveerimise teema.

Eestile viimastel aastatel omane laenukasv, inflatsioon, palgasurve, nõrgenenud konkurentsivõime ning suur jooksevkonto defitsiit on väga sarnane Soome ja Rootsi olukorrale enne 1992. aasta devalveerimist. (Tahlfeld, 2007) Aasia valuutakriisi eelset perioodi nii nagu aastatagust Eestitki iseloomustas tasakaalus eelarvega majandus jõulise

investeeringute sissevooluga, kõrged kinnisvara hinnad ja tarbimisbuum. Vaatamata sellele, et Aasia riikide jooksevkonto defitsiit oli Eesti omast väiksem (Tais näiteks 8% SKP-st), välisinvestorite usalduse kadumine tekkitas suuremahulise valuuta ja kapitali väljavoolu, mis viis turu kokkuvarisemiseni. (Trasberg, 2007)

Eesti krooni devalveerimise võimatuse põhjuseks tuuakse seadus, mille kohaselt ei ole Eesti Pangal õigust Eesti krooni devalveerida ning Eesti krooni tehnilise kõikumise piirmäär on kolm protsenti. Küll aga ei ole üheski õigusaktis kirjas, kui tihti saab krooni kurssi muuta ning ilmselt saab vajadusel need kolm protsenti maha võtta kas või iga tunni tagant kuni kroon ongi sisuliselt kaotanud oma väärtuse. (Mäggi, 2007)

Teiseks räägitakse sellest, et kuni Eestis kehtib seadus Eesti krooni tagamise kohta, eeldab Eesti krooni devalveerimise otsustamine selle seaduse muutmist või kehtetuks tunnistamist. Kuid ka krooni täieliku tagamise küsimus tekitab vaidlusi. Nimelt tagab Eesti Pank ainult nn. baasraha ehk ringluses olevat sularaha ja neid hoiuseid, mille panid keskpanga kohalikud kommerts pangad. Sularaha emiteerimise ainuõigus on tõepoolest keskpanga käes. Ükski teine asutus ei saa seda juurde tekitada ning ringlusesse lasta. Kuid tänapäeval moodustab sularaha vaid väikese osa kogu ringluses olevast rahast. Enamik rahast asub mitmesugustel hoiuarvetel, millega ei tegele aga Eesti Pank, vaid kommerts pangad ning kommerts pankades olevaid hoiuseid valuutakomitee süsteem ei taga. Kliendi nõuded kommerts pankade vastu olenemata väeringust peavad olema tagatud kommerts panga varadega, seega krooni kursi pärast ei tasu karta kuni kohalikud kommerts pangad töötavad suurepäraselt ja neil on korralikud tagavarad. Devalveerimisoht tekib siis, kui kriisi korral Eesti kommerts pankade välisomanikud mingil põhjusel ei soovi või ei saa välisvaluuta nõudluse rahuldamiseks Eestisse raha tuua. Selline olukord on küll vähetõenäoline, kuid ülemaailmse kriisi tekkimise juhul ei ole välistatud. (Vedler (A), 2007)

Eesti majanduse riskid on kindlasti soovitud suuremad ja välistasakaal halvem ning devalveerimise oht on mingil määral olemas, kuid enamus analüütikuid siiski ei näe põhjust vabatahtlikuks krooni kursi muutmiseks, kuna see tekitaks uusi probleeme. Suurem osa laenudest on võetud välisvaluutas, sissetulekud on aga kroonides, seega krooni odavnemise puhul väheneks inimeste tagasimaksevõime. Lisaks sellele tooks devalvatsioon ilmselt veel suurema hinnatõusu, kuna valdav osa kaupadest imporditakse.

Siiski on olemas krooni kursi muutmise oht eurole ülemineku hetkel, kuna siis ei saa enam Eesti ise otsustada oma valuuta üle, vaid krooni tegelikku väärtust hindavad ja lõpliku vahetuskursi määravad Euroopa rahandusministrid. (Vedler (B), 2007)

### 1.3.3. Üleminek eurole

Eesti krooni vahetuskursiga seotud riskide kasvamise tõttu peetakse aina suuremaks vajaduseks euro kasutuselevõttu. Kuid see eeldab teatud majanduslike ja õiguslike tingimuste täitmist, mis on tuntud Maastrichti kriteeriumite nime all, nimelt:

- Valitsussektori eelarve puudujääk peab olema väiksem kui 3% SKPst. Valitsussektori võlg peab olema väiksem kui 60% SKPst või lähenema sellele mõõduka kiirusega.
- Riik peab vähemalt kaks aastat osalema ERM2-s (Euroopa Rahasüsteemi vahetuskursimehhanism) ja hoidma oma vääringu vahetuskursi euro suhtes stabiilsena.
- Riigi inflatsioonimäär ei tohi ületada rohkem kui 1,5 protsendipunkti kolme kõige paremaid hinnastabiilsuse tulemusi saavutanud liikmesriigi keskmist.
- Riigi pikaajaline intressimäär ei tohi ületada rohkem kui 2 protsendipunkti kolme kõige paremaid hinnastabiilsuse tulemusi saavutanud liikmesriigi keskmist.
- Õiguslikust aspektist lähtuvalt vaadeldakse keskpanga iseseisvust ja lõimumist eurosüsteemiga.

Lisaks nendele kriteeriumidele võtavad Euroopa Komisjon ja Euroopa Keskpank arvesse turgude lõimumise tulemusi, maksebilansi seisundit ja arengut ning tööjõu erikulude ja muude hinnaindeksite arengut. (Maastrichti kriteeriumid, 2005)

Maastrichti kriteeriumide täitmist hindavad Euroopa Komisjon ja Euroopa Keskpank, koostades regulaarseid lähenemisarundeid. Viimane hindamine näitas, et Eestis on tugev riigirahandus, stabiilne vahetuskurss ja madalad intressimäärad, kuid tingimustele vastavat madalat inflatsioonimäära vaatamata majanduskasvu aeglustumisele ei ole lähiajal kerge saavutada. Prognooside kohaselt jääb keskmine tarbijahindade kasv 2008. aastal ligikaudu 7% tasemele ning 2009. aastal kujuneb aasta keskmiseks inflatsioonitempoks 4,6%. (Euro kasutuselevõtu., 2008)

Eesti probleemiks peetakse Euroopa Liidus ka seda, et inflatsioon Harjumaal ja eriti Tallinnas on suurem kui teistes piirkondades, mis raskendab riikide omavahelist ostujõu võrdlemist ja krooni kurssi paika panemist (justkui peaks krooni vahetuskurss väljaspool Harjumaad olema parem). (Passila, 2006)

Kuid peamiseks probleemiks eurotsooni liitumiseks jääb ikkagi üldine inflatsioonimäär, mis on Maastrichti kriteeriumi kontrollväärtusega võrreldes olnud Eestis peaaegu kõikidel aastatel kõrgem. Eesti Panga prognoosi järgi lükkub euro kasutuselevõtt kaugemale kui 2011. aasta, mistõttu ei ole Eesti Pank ja Vabariigi Valitsus seni seadnud eurole üleminekuks valmisoleku uut kuupäeva. (Euro kasutuselevõtu..., 2008)

## 2. Kuld kui üleüldine ekvivalent monetaarpoliitikas.

Rahvusvahelise rahasüsteemi (international monetary system) all mõeldakse reegleid, tavasid, vahendeid, abinõusid ja organisatsioone rahvusvaheliste maksete sooritamiseks.

Rahvusvahelise rahasüsteemi raames on võimalik ühe riigi elanikel maksta teiste riikide elanikele. Taolised maksed on vajalikud kuna ühe riigi importijad peavad maksma teiste riikide eksportijatele; selleks tuleb kas importijatel hankida kõigepealt eksportijate riikide valuutat, või peavad eksportijad importijate valuutad oma valuuta vastu vahetama. Muudatused rahvusvahelistes makselepetes reageerivad riikide rahalistele ja majandusstruktuurilistele häiretele ning riikide võimele stabiliseerida hinnataset. (Mayer jt., 1993)

Rahvusvahelisi rahasüsteeme võib klassifitseerida valuutakursside määramise viisi või rahvusvaheliste reservide aktive vormi järgi. Valuutakurssidel põhineva klassifikatsiooni järgi eksisteerivad:

- fikseeritud valuutakursside süsteem kitsa kõikumisvööndiga nominaalväärtuse ümber;
- fikseeritud valuutakursside süsteem laia kõikumisvööndiga;
- reguleeritavate kursside süsteem;
- roomavate kursside süsteem;
- juhitavalt kõikuvate valuutakursside süsteem;
- vabalt kõikuvate valuutakursside süsteem.

Ujuvkurss kujuneb välja vabaturul nõudmise ja pakkumise vahekorra. Tuntuimad ujuvkursiga valuutad on USA dollar, Jaapani jeen, Šveitsi frank. Valuutakurssi, mis on jäigalt seotus mõne teise valuuta või valuutakorviga, nimetatakse püsikursiks. Valuutade puhul on olemas ka vahepealseid variante (Euroopa Rahasüsteemi valuutad võivad omavahel kõikuda 15% ulatuses).

Rahvusvahelistel reservidel põhineva klassifikatsiooni järgi võivad eksisteerida kullastandard, puhasrahastandard või kulla-valuutastandard.

Enne I maailmasõda tähistati rahvusvahelisi finantskokkuleppeid terminiga kullastandard; pärast I maailmasõda nimetati seda mehhanismi kullavahetusstandardiks. Kullastandard oli



fikseeritud valuutakursside süsteem, kus ainsaks rahvusvaheliseks reservaktivaks oli kuld. Sõdadevahelist perioodi iseloomustasid paindlike valuutakursside süsteem ja hiljem läbikukkumisele määratud katse kullastandardi taaskehtestamiseks. (Salvatore, 1991)

II maailmasõja ajal kehtestati lepingutel põhinev Bretton Woodsi süsteem, mis funktsioneeris 1970. aastate alguseni. Bretton Woodsi leppe lõppemisega aastail 1971-1973 on riikidevahelised makselepped hakanud rohkem varieeruma. Terminit **süsteem** on kasutatud alates II maailmasõjast lepete kohta, millega on organiseeritud välisvaluutaturg ja loodud rahvusvahelised reservvarad. Kuna 1970. aastate algusest peale puudub rahvusvahelisel rahasüsteemil ametlik nimetus, nimetatakse seda „Bretton Woods 2“ või Bretton Woodsi järgseks süsteemiks. (Mayer jt., 1993)

## ***2.1.Kuld kui rahvusvaheline raha ja kullastandard (1880 – 1914)***

Kuld on maailma vanim rahvusvaheline valuuta, mis on mänginud tähtsat rolli enamiku riikide rahandussüsteemides juba üle 2000 aasta.

Esimene münt, mis sisaldas kulda, vermiti väidetavalt kaheksandal sajandil eKr ja esimene puhtast kullast münt (Lydia, praeguse Türgi) kuninga Kröösuse käsul ligikaudu 550. aastal eKr.

Kuldmünste vermiti järgneval perioodil teiste Vahemereäärsete rahvaste seas ning need ringlesid sageli oma päritolumaadest üsna kaugemale. Keskajal moodustasid kuld ja hõbe rahandussüsteemi vundamendi, kuigi kulda peeti igapäevaste tehingute jaoks liialt väärtuslikuks.

Järgnevate sajandite vältel tõrjuti mündid, mille väärtust arvutati otseselt metalli kaalu järgi, spetsiaalselt vermitud müntide poolt välja (alates vekslitest, mida andsid välja pangad keskajal kuni vermitud müntide või paberrahani, mis võeti kasutusele 17-18. sajandil). Neid oli võimalik vajaduse korral kullaks või hõbedaks vahetada. Rahandussüsteemi aluseks oli kas kuld, hõbe või mõlemad korraga. Üldjoontes kasutati riigisisestes tehingutes hõbeda- ja rahvusvahelistes tehingutes kullavääringut. (The Monetary..., 2008)

Üheksateistkümnenda sajandi kulla avastused muutsid tühiseks kõik, mis kulla ajaloos oli aset leidnud enne neid.

Uue Maailma kulla leidsid seiklejad, kes juhtisid kuninga väesalku ja kasutasid sõjalist jõudu, California ja Austraalia kulla avastasid sõltumatud kullaotsijad, kes pesid jõgedes liiva ja töötasid iseenda heaks; neile järgnesid ärimehed, kes tõid kaasa sellised kapitaalsed seadmed nagu bagerid ja puurid.

Selle aja kullapalavikud ei olnud juhuslikud. Inimesed olid olnud teadlikud kullarikastest aladest Californias, Kanadas, Austraalias, Alaskal ja Lõuna-Aafrikas ka enne, kuid kiiresti laienev maailmamajandus ja finantsüsteem tegid kulla rolli rahana ja väärtuse mõõdupuuna palju tähtsamaks, kui see on olnud seni.

1848. aastal Californias tehtud avastused ja Austraalia leiud 1852. aastal vapustasid maailma. Kullavarude üüratu suurenemine võimaldas kehtestada rahvusvahelise kullastandardi.

Süsteemi väljamõtleva ja asutajaliige oli Suurbritannia. USA, kuigi tollal hõbeda ja kulla kaksikstandardiga, oli üks esimesi Briti jälgedesse astujaid. (Bernstein, 2005)

Riik ühines kullastandardiga, kui selle seadusandluse järgi riigi tähtsamad pangad ja rahandusasutused hakkasid oma rahalised kohustused tagasi ostma kindla hinnaga (mündipariteediga), mis näitas riigi sularahaühiku väärtust kullas.

Mõned riigid sidusid oma sularaha lisaks kullale ka hõbedaga ja neil oli seega topeltstandard. Topeltstandardi süsteemi haldamine osutus tülikaks, sest kulla mündipariteedi ja hõbeda mündipariteedi vahel tuli säilitada püsiv hinnasuhe. Aeg-ajalt oli vaja ühes mündipariteedis muudatusi teha. (Mayer jt., 1993)

Aukartus kulla ees oli nii suur, et see viis hõberaha prestiiži ja vastuvõetavuse järjekindlale langusele. 1876. aastaks olid kullastandardi lepingule alla kirjutanud Itaalia, Šveits, Skandinaavia maad, Holland ja Belgia. Kümnendi lõpuks olid suurematest maadest säilitanud hõbedastandardi ainult India ja Hiina. 1900ndateks oli kullastandard vastu võetud peaaegu kõikjal maailmas. (Bernstein, 2005)

Kullastandard toimis umbes 1880. aastast 1914. aastani. Iga riik kehtestas oma valuuta kullasisalduse ja oli valmis selle hinna eest suvalistes kogustes kulda ostma või müüma. Kuna iga valuuta ühe rahaühiku kullasisaldus oli fikseeritud, olid ka valuutakursid fikseeritud. Valuutakurss võis siis kõikuda mündipariteedist kõrgemale või madalamale ühele välisvaluuta ühikule vastava kullakoguse transpordikulude võrra kahe rahanduskeskuse vahel. (Salvatore, 1991)

Kullastandardi abil määratles riik oma raha täpsustatud ja muutmatu kullakogusena. Nii määratleti Briti münti sovrinit, mis oli ühe naelsterlingi ekvivalent, kui 113,0016 graani kulda. Dollari kaaluks kullas kehtestati 23,22 graani ehk kullaunsi hind oli 1837. aastal 20,67 dollarit. Seetõttu tekkis nende kahe vääringu automaatne ja muutumatu vahetuskurss, ehk 1 naelsterling hakkas võrduma 4,86 dollariga.

Vääringu avalikult kuulutatud suhe kullasse oli puutumatu. Kuni kullapariteedid püsisid paigas, olid dollarid või kroonid Londonis sama teretulnud kui naelad, ja margad või rublad Pariisis sama teretulnud kui frangid. (Bernstein, 2005)

Süsteem oli lihtne ja efektiivne. See oli loonud kapitali ja kaubanduse kasvu väga soodustava rahvusvahelise finantskliima. Kui riik kulutas liiga palju välistoodetele, voolas selle raha välisriikidesse. See tuli tagasi maksetena kodumaal valmistatud toodete või teenuste eest. Juhul kui välisriigil oli rohkem rahvusvaluutat, kui see suutis antud riigi toodetele ja teenustele kulutada, siis võis tekkinud ülejäägi viia keskpanka ja seal kulla vastu vahetada. Kui riigil oli püsiv kaubandusdefitsiit ja selle kullavarud hakkasid kahanema, pani see keskpangad kullavarude kaitseks tegutsema. Tavaliselt tõusis intressimäär, mis pidurdas raha väljaminekut. (Bonner, Wiggin, 2007)

### **2.1.1.Kullastandardi põhiomadused**

Kullastandardi kõige olulisem aspekt oli see, et keskpangad hoidsid suure osa oma rahvusvahelistest reservidest kullana. Kulla osakaal keskpangade rahvusvahelistes reservides peegeldas nende ärivajaduste erinevusi. Üks põhjusi, miks väljaspool Suurbritanniat asuvatel pankadel oli suur osa varadest naelades, oli selles, et nad müüsid ja lasksid välja obligatsioone nominaalväärtusega naelades. Naelsterling oli ainus oluline rahvusvaheline valuuta ja London ainus rahvusvaheline rahanduskeskus. Seega polnud

karta usalduse kadumist naelsterlingi vastu. Samamoodi said ka väljaspool Prantsusmaad asuvad laenuvõtjad Prantsuse franke, kui nad olid obligatsiooni Pariisis välja lasknud. Peale selle olid need laenuvõtjad kohustatud hankima Inglise naelu ja Prantsuse franke, et neis valuutades väljendatud laenu tagasi maksta.

Teiseks, võis kuld voolata maksedefitsiidiga riikidest, kus kaupade, teenuste ja väärtpaberite import ületas nende eksporti, maksebilansi ülejäägiga riikidesse. Kullavood pidid maksetasakaalutuse kaotama. (Tegelikult viidi defitsiidiga riikidest ülejäägiga riikidesse suhteliselt vähe kulda. Kulla transportimisega kaasnesid transpordi- ja kindlustuskulud, seetõttu arvelduskulude vähendamiseks hakkasid importijad ja eksportijad tegema tehinguid võlakirjadega.)

Kullastandardi kolmas iseärasus oli idee, et maksebilansi ülejäägiga riigid kasutavad ekspansionistlikku rahapoliitikat, sest kulla sissevool suurendab nende keskpankade rahalisi kohustusi. Seevastu maksebilansi defitsiidiga ja kulla väljavooluga riigid rakendavad koondavat rahapoliitikat, sest nende keskpankade rahalised kohustused vähenevad. Kullapariteedi muutumatuna hoidmiseks soostusid riigid oma üldise hinnataseme varieerumisega. Üldriiklik hinnatase tõusis, kui riigil oli maksete ülejääke, ja langes, kui tal oli maksebilansi defitsiit. Nende kahe riikiderühma rahvusvahelise konkurentsivõime muutudes esimese rühma import kasvas ja eksport vähenes; seevastu teise rühma import vähenes ja eksport kasvas. Hinnatasemete suhte muutus jätkus, kuni maksebilanss tasakaalustus. Seega rahvusvahelised maksete tasakaalutused pidid korrigeeruma automaatselt, ilma et riikide keskpangad peaksid sekkuma. (Mayer jt., 1993)

### **2.1.2.Kullastandardi eelised, puudused ja kriisid**

Kullastandardi eelisteks olid maksebilansi automaatne isereguleeruvus ja hinnataseme pikaks ajaks stabiliseerumise perspektiiv. Kui maailma ulatuses rahalised kullavarud kasvasid kiiresti uute kullasoonte avastamise tõttu, võisid paljude riikide keskpangad samaaegselt osta kulda, ja samal ajal kasvas ka nende rahavaru. Kaupade kõrgemal hinnatasemel on kulla kaevandamine kulukam, kulla tootmine väheneb ja kaupade hinnataseme tõus pidurdub. Seevastu, kui kulla nõudlus pakkumise suhtes suureneb, langeb kaupade hinnatase, sest rahaliseks otstarbeks on vähem kulda saadaval. Kaupade madalama hinnataseme juures kaevandatakse rohkem kulda, raha pakkumine kasvab

kiiremini ja kaupade hinnatasemete langus lõpeb. Seega saavutatakse hinnataseme stabiilsus mitme aastakümne jooksul. (Mayer jt., 1993)

Palju eeliseid andis ka ülemaailmselt vastuvõetav raha, sest seda toetas usaldusväärne aine. See tähendas, et ühe riigi raha valdajad ei hüljanud seda esimeste hädamärkide ilmnedes.

Puuduseks oli vääringu vastuvõetavuse vapustav kaotamine, mis tabaks riiki, kes oma asju halvasti korraldab või satub globaalse majanduskriisi keskele. Investeeringud, kaupmehed ja spekulandid tormasid vahetama oma paberraha ja pangahoiuseid kullaks, tarvitades ära riigi varud. Selline tulemus esines sagedamini väiksemate riikide hulgas, mis sõltusid kõikuvatest toormeturgudest.

Rahvusvahelise kullastandardi süsteem kaldus piirama vältimatute kriiside suurusjärku, mis sugenesid spekulatsioonist, üleinvesteeringust ja ülemäärasest konkurentsist süsteemis, kus valitsused ei pakkunud mingit turvavõrku. Kulla väljavool oli ohumärk, mis tõi kaasa keskpankade kaitsemeetmed intressimäärade tõstmise näol. Kui need meetmed ei aidanud, kaldusid keskpangad üksteisele appi tulema, sageli koostöös suuremate erapangandusasutustega.

Mõte, et suur riik võiks lasta end kullast tühjaks joosta, oli mõeldamatu, mis tähendas, et krediitide sai enne, kui olukord kontrolli alt väljus. Järgnenud kriisi leevenemine võimaldas krediitide tagasimaksmise ja see omakorda taastas usaldusväärset. Kuid kriise täiesti ära hoida ikka ei õnnestunud.

Kullastandardi ajastu üks suurimaid kriise leidis aset 1890ndail, suuresti Londoni pangamaja *Baring Brothers* juhitud investeeringute tõttu Argentiinas.

Inglased olid kaua aega olnud Euroopa riikide hulgas eeskäijad finantsturgude ja -asutuste arendamisel. Suurbritannia oli suurim kapitali tarnija Ühendriikide raudteesüsteemi arendamise tarvis, lisaks sellele voolas Briti kapital ka paljudesse arenevatesse rahvamajandustesse Aasias ja Lääne-Ameerikas, eriti Argentiinas (ajavahemikus 1882-1889 panid Euroopa investorid Argentiinasse miljard dollarit).

1880ndate lõpuks voolas krediitide sisse nii kiiresti, et varasemate laenude teenindamine hakkas ületama maksevõimet, korrupsioon ja inflatsioon süvendas olukorda. Aastaga suurenes ringluses olnud raha hulk 270 miljoni dollari võrra. Samal ajal äritegevus

Euroopas arenes aina edasi. Kogu Euroopa aktsiabörsid aktiveerusid ja tekitasid spekulatiivset mulli; Wall Streetil kasvasid aktsiahinnad aastail 1884-1889 rohkem kui 50 protsenti. Samal ajal liikus kapital ka kaevandustesse Tšiilis ning Lõuna-Aafrikas.

1889. aastal tõstsid pettuste ja spekulatsioonide pärast muretsevad Inglise Pank ja Saksa Riigipank (*Reichsbank*) järsult oma tähtsamaid intressimäärasid, mille tulemusena väärtpaberite hinnad langesid.

Samal ajal Argentiina viljasaak ikaldus, millele 1890. aasta suvel järgnes verine poliitiline revolutsioon. Buenos Aireses puhkes finantspaanika. See andis viivitamatult tunda Londoni juhtivates pankades, eriti *Baring Brothers*'is.

Inglise Panga kullavarud olid 1889. aastal langenud 9 miljoni naelsterlingi ega ületanud kriisi haripunktis 11 miljonit naelsterlingit. Ainuüksi *Baring Brothers* vajas viivitamata 4 miljonit naelsterlingit, et vältida pankrotti.

Meelt heites pöördus Inglise Pank Baringite konkurentide Rothschildide poole. Pank ja Rothschildid panid üheskoos välja 15 miljonit naelsterlingit, et kustutada laene, mida Baringid olid olnud sunnitud tegema selleks, et rahastada müümata jäänud Argentiina võlapaberite omandamist. Õnneks olid prantslased nõus laenama; Venemaalt omandati Saksa kuldmünne 1,5 miljoni naelsterlingi eest.

Inglise Pank kasutas ajavahemikus 1826-1920 Prantsuse Panga toetust (Rothschildide abil) üheksa korda, lisaks abile, mida anti Baringite kriisis; muudes kriisides tuli Inglismaale appi Saksa Riigipank (*Reichsbank*). 1861. aastal taotles Prantsuse Pank abi Inglise Pangalt, Venemaa Riigipangalt ja Amsterdami Pangalt. Rootsi Riigipank (*Riksbanken*) laenas 1882. aastal Taani Rahvuspangalt. 1898. aastal tegid Prantsuse Pank ja Inglise Pank koostööd selleks, et aidata hädast välja *Reichsbank*. 1906. ja 1907. aastal tulid Prantsuse Pank ja *Reichsbank* appi Inglise Pangale. (Bernstein, 2005)

### **2.1.3. Kullastandardi kokkuvarisemine ja sõdadevaheline olukord**

I maailmasõja eel palusid riigid keskpankadelt abi sõja finantseerimisel. See raske olukord muutus veelgi halvemaks 1914. aastal, kui sõjaoht põhjustas aktsiahindade languse. Euroopa riikidel oli sõjaliste kulutuste katteks vaja laenata hiiglaslikke summasid, mis

kahandas veelgi tagatiseks olevat kulda või laenava riigi suutlikkust maksta oma võlgu tõelise rahaga.

1914. aastal olid Ühendriigid maailma tähtsaimad varustajad. Prantsusmaa, Suurbritannia ja Venemaa pidid pöörduma varude saamiseks USA poole. Ent kuna nad tarbisid rohkem kui teenisid, riskisid nad oma kullavarudega ning seetõttu Prantsusmaa lõpetas kullastandardi kasutamise.

Sõja edenedes lõpetas enamik riike oma valuutade sidumise kullaga. Sõjaliste kulutuste järsu kasvu tõttu tõusid ka hinnatasemed. Riigid hakkasid rahavarusid suurendama, andes välja rohkem paberraha, laenates üha rohkem ning kulutades tunduvalt üle oma võimaluste.

Kogu see laenamine, kulutamine ja maksustamine muutis maailma suurimad majandused väga hapraks. Pärast sõja lõppu üritasid kõik sõjaeelse kullastandardi juurde tagasi pöörduda. (Bonner, Wiggin, 2007)

1925. aasta aprillis taaskehtestas Suurbritannia naelsterlingi kullaks konverteeritavuse sõjaeelse hinnaga ja tühistas I maailmasõja alguses kehtestatud kullaekspordi keelu. Teised riigid järgisid Inglismaa eeskuju ja pöördusid tagasi kulla juurde. Kuid uus süsteem oli oma olemuselt pigem kulla-valuutastandard kui puhas kullastandard, kuna rahvusvaheliste reservidena kasutati nii kulda kui kullaks konverteeritavaid valuutasid (peamiselt naelu).

Kuna aga Suurbritannia oli kaotanud suure osa oma konkurentsivõimest ja likvideerinud suure osa oma välisinvesteeringutest, muutis sõjaeelse pariteedi taaskehtestamine naela suuresti ülehinnatuks. See tõi endaga kaasa maksebilansi puudujääke ja deflatsiooni, kui Suurbritannia üritas oma puudujääke katta.

Teiselt poolt tekkis Prantsusmaal suur maksebilansi ülejääk, pärast seda kui frank 1926. aastal stabiliseeriti. Kui Prantsusmaa tahtis naelu kullaks vahetada, oli Suurbritannia 1931. aasta septembris sunnitud tühistama naelte konverteeritavuse kulla vastu – nael devalveeriti ja kullavaluutastandard jõudis lõpule.

Kulla-valuutastandardi kokkuvarisemise peamisteks põhjusteks olid:

- reguleerimismehhanismi puudumine, kui riigid sobimatute pariteetide tingimustes neutraliseerisid tasakaalustamata maksebilansside mõju oma rahavarudele;
- suured destabiliseerivad kapitalivood Londoni, Pariisi ja New Yorgi vahel;
- suure depressiooni algus. (Salvatore, 1991)

Soovimatus reguleerida vahetuspariteete selliselt, et need oleksid peegeldanud I maailmasõja järgset hinnatasemetete tõusu ning paljude riikide vastumeelsus tõsta kulla hinda põhjustas sõdadevahelise perioodi rahalise ebastabiilsuse, mis peegeldus vahetuskursside muutlikkuses ja suures töötuses ning eriti rahvusvahelise kaubanduse ja maksete piirangute kasvus. (Mayer jt., 1993)

## ***2.2. Bretton Woodsi süsteem ja kulla-valuuta standard (1947 – 1971)***

II maailmasõja lõpuks olid Euroopa ja Aasia kaoses. Tööstushooned, linnad ja transpordisüsteemid olid laostunud, miljonid inimesed olid tööta ja peavarjuta, enamiku maade vääringud olid väärtusetud. Sõjajärgse ajastu kujundajail oli võimalus vormida uus maailm puhtalt lehelt ja viia täide varasemad unistused. 1920-1930ndate vigade rohkus tagas riikide liidritele suurepärase ettekujutuse sellest, mida ei tohtinud teha.

Reparatsioonide sissenõudmise asemel võtsid liitlased rahanduslikke ja poliitilisi meetmeid, et tuua Saksamaa, Itaalia ja Jaapan tagasi demokraatliku ühiskonna peavoolu. Et vältida olukorda, kus iga riik ajaks taga oma huve, asutati Ühinenud Rahvaste Organisatsioon, mis oli määratud juhtima rahvusvahelist koostööd. ÜRO plaanid eeldasid ka Ühendriikide osalemist. (Bernstein, 2005)

Juba II maailmasõja algul alustasid Ameerika Ühendriigid ja Suurbritannia majanduslike institutsioonide väljaarendamist, mis pidid lahendama sõjajärgse perioodi probleeme ja vältima möödunud kahekümne aasta rahaliste ja kaubanduslike häirete kordumist. Selle tulemusena sõlmiti **Üldine Tolli- ja Kaubanduskokkulepe** (GATT), mis on olnud domineeriv tollide tõkete vähendamist edendav institutsioon. Moodustati ka **Rahvusvaheline Rekonstrueerimis- ja Arengupank** (IBRD ehk **Maailmapank**)



aitamaks Lääne-Euroopa sõjajärgset taastumist, hiljem keskendus pank arenguriikidele rahandus- ja tehnilise abi andmisele. (Mayer jt., 1993)

1944. aastal 44 riigi 730 esindajat kogunesid White Mountaini kuurorti Bretton Woodsis (New Hampshire), et töötada välja uue rahvusvahelise majandussüsteemi plaanid.

Erinevalt kullastandardi majandusest, seadis uus süsteem kõigi aluseks USA dollari. Sel ajal toetas dollarit 75 protsenti maailma rahakullast. Tohtu suur USA rahvamajandus polnud kandnud suuri sõjakahjustusi, ta oli tootlikum kui kunagi varem.

Uus kord sätestas, et USA on ainus riik, mille vääring on kindlaksmääratud kursi alusel vabalt konverteeritav kullaks. Kõiki teisi riike kohustati andma oma parimat, et muuta oma valuuta konverteeritavaks dollaritesse. Kulla ja dollari konverteerimiskursiks määrati 35 dollarit untsi eest, ja ülejäänud maailm määratles oma vääringuid pigem dollari kui kulla suhtes. (Bernstein, 2005)

### **2.2.1. Rahvusvaheline Valuutafond**

Pärast sõjakulude tasumist jäi liitlasriikidel järele vähe dollareid, vaenlasmaad olid aga lihtsalt pankrotis. Seepärast arvati, et kulla ja dollari pariteedilt 35 dollarit kullauntsi eest võis oodata püsikindlust, kuid dollarite ja teiste vääringute suhte jaoks kehtestati erilepped. Kehtestati sätted seaduslike nimiväärtuste muutmiseks, kui riigil peaksid tekkima püsivaid probleeme oma rahvusvaheliste maksekohustuste täitmisega. Ajutiste probleemide lahendamiseks asutati uus institutsioon **Rahvusvaheline Valuutafond** (International Monetary Fund). (Bernstein, 2005)

Bretton Woodsi süsteem nõudis IMF-i loomist järgmiste ülesannete täitmiseks:

- kontrollimaks, et riigid järgivad rahvusvahelises kaubanduses ja finantstehingutes kehtestatud käitumisreegleid;
- võimaldamaks laenu ajutistesse maksebilansiraskustesse sattunud riikidele.

IMF avati 1. märtsil 1947.a. ja sinna kuulus 30 riiki. 1986. aastaks oli IMF-i liikmeks 149 riiki, mis hõlmas praktiliselt kõiki maailma riike, peamised erandid olid Šveits ja mõned kommunistlikud riigid, sealhulgas Nõukogude Liit.

Fundamentaalse tasakaalutuse korral lubati riigil (Fondi heakskiidu korral) oma valuuta nominaalväärtust muuta. Selleks pidi riik taluma suurt ja püsivat maksebilansi puudu- või ülejääki. Vähem kui 10 %-lisi valuutakursi muutusi võis teha ka ilma Fondi nõusolekuta. Seega oli Bretton Woodsi süsteem reguleeritavate kursside süsteem.

Ajutisi maksebilansi puudujääke pidid riigid kinni maksma oma rahvusvahelisest reservist ja IMF-ilt laenates. Rahvusvaheliselt Valuutafondilt võetavaid laene piirati tingimustega, et nad kataksid ainult lühiajalisi maksebilansi puudujääke ja et need makstakse tagasi 3-5 aasta jooksul. Pikaajalist arenguabi pidid osutama Maailmapank (World Bank) ja selle liikmesorganisatsioonid, Rahvusvaheline Arenguassotsiatsioon (International Development Association, IDA) ja Rahvusvaheline Finantskorporatsioon (International Finance Corporation, IFC).

Rahvusvahelise Valuutafondiga liitumisel määrati igale riigile tema majanduslikust tähtsusest ja rahvusvahelise kaubanduse mahust sõltuv kvoot. Kvoodi suurus määras riigi hääleõiguse ja tema võimalused Fondilt laenu võtta. (Salvatore, 1991)

Selles protsessis osales ka kuld. IMF-i ressursid tulenesid kõigi liikmesriikide sissemaksetest kahel kujul: 75 protsenti liikmemaksust koosnes liikmesriigi enda vääringust, ülejäänud 25 protsenti pidi aga olema kuld (kuigi maadele, kes ei saanud endale sellist makset lubada, võimaldati kulla väiksem protsentosa). Ajapikku sooritati fondi ja selle liikmesriikide vahel hulk kullatehinguid. (Bernstein, 2005)

Fondi reeglite järgi ei võinud liikmesriik aastas laenata rohkem kui 25% oma kvoodist või viieaastase perioodi jooksul kuni 125% oma kvoodist. Esimese 25% kvoodist, selle kullaosa (gold tranche) võis riik laenuks saada ilma mingite piirangute või takistusteta. Edasiste laenude eest, krediidiosade (credit tranches), võttis Fond üha kõrgemat protsenti ja kehtestas üha rohkem kontrollmeetmeid ja tingimusi, tagamaks et puudujäägiga riik pingutab selle likvideerimiseks.

Kui riigi valuutasumma Fondis langes alla 75% tema kvoodist, siis võis riik selle vahe Fondilt laenata ilma, et tal tulnuks laenu tagasi maksta. Seda nimetati superkullaosaks (super gold tranche). Juhul, kui Fondil mingi valuuta hoopis otsa sai, võis ta selle valuuta „haruldaseks” kuulutada ja lasta liikmesmaadel haruldase valuuta riiki kaubanduses diskrimineerida, kuna Fond pidas maksebilansi reguleerimist riikide ühiseks kohustuseks.

Seda haruldase valuuta reeglit pole Fondil tulnud veel kordagi rakendada. (Salvatore, 1991)

IMF oli Bretton Woodsi süsteemi institutsiooniline vorm. Seetõttu erineb see süsteem nii kullastandardist kui ka kullavahetusstandardist, sest varasematel süsteemidel ei olnud rahvusvahelist juriidilist alust. Peale selle juhtis Bretton Woodsi süsteemi rahvusvaheline ametnikkond, kes allus liikmesriikide poolt valitud Juhatajate Nõukogule ja alaliselt töötavale tegevdirektorite nõukogule, kuhu kuulusid põhiliselt liikmesriikide saadikud.

Oluline muudatus oli laenueriõiguse (SDR), uue rahvusvahelise reservvara kehtestamine 1960. aastate lõpul. SDR kasutuselevõtmise aluseks oli arvamus, et võib tekkida kulla ja rahvusvaheliste reservvarade nappus ning enamik riike ei suuda enam rahuldada oma nõudlust reservide järele, ilma et nad sunniksid USA-le peale maksedefitsiidi. Üldine eeldus oli, et rahvusvahelise reservvaru nõudlus kasvab koos ülemaailmse kaubanduse ja tulu kasvuga.

1950. ja 1960. aastatel kasvasid rahvusvaheline kaubandus ja maksed kiiresti, tähtsamatel tööstusriikidel kasvas rahvatulu väga palju, nii et I ja II maailmasõja järgsete perioodide vahel tekkis terav kontrast. Üks tõlgendusi oli, et selle rahvatulude ja rahvusvahelise kaubanduse buumi põhjustajaks oli Fond ning eriti range korra kehtestamine vahetuskursside muutmiseks ja vahetuskontrolli vähendamiseks. (Mayer jt., 1993)

1961. aastal moodustas tööstusriikide grupp USA juhtimisel niinimetatud kullakoondise ehk puuli (gold pool) Londoni turul riiklike kullavarude müümiseks, et vältida kulla hinna tõusu üle ametliku hinna.

### **2.2.2. Bretton Woodsi süsteemi lõpp**

Kui Euroopa oli 1950. aastaks enam-vähem taastatud, kaldus USA maksebilanss puudujäägi poole. Kuni 1957. aastani olid USA puudujäägid üsna väikesed (keskmiselt 1 miljard dollarit aastas), kuigi need aitasid Euroopa maadel ja Jaapanil oma rahvusvahelisi reserve luua. See oli dollarinappuse aeg, USA aga maksis oma puudujäägid tavaliselt dollarites. Ülejäägiga riigid olid nõus dollareid vastu võtma, sest:

- USA oli valmis dollareid kulla vastu vahetama kindla hinnaga 35 dollarit unts,

- dollareid võis kasutada rahvusvahelistes tehingutes iga teise riigiga
- erinevalt kullast dollaritalletused teenisid intressi.

1958. aastast peale suurenesid USA maksebilansi puudujäägid järsult ja ületasid keskmiselt aastas 3 miljardit dollarit. Kuna dollar oli rahvusvaheline valuuta, oli USA seisukohal, et seda ei saa maksebilansi puudujääkide korrigeerimiseks devalveerida. Selle asemel kasutati teisi poliitilisi vahendeid, mis ei olnud aga alati edukad.

Kuna USA puudujääk püsis ja aja jooksul kasvas, kahanesid USA kullareservid, kusjuures välisriikide käsutuses olevad dollarireservid kasvasid piirini, kus nad hakkasid 1960-ndate aastate algul USA kullareserve ületama. (Salvatore, 1991)

1968. aasta sündmused olid süsteemi ajaloo pöördepunktiks. Seda tähistasid radikaalide demonstratsioonid ja sotsiaalsed vapustused tasemel, mida polnud nähtud 1930ndatest saati. Ühendriikides tõi 1968. aasta ka esimese vabariiklaste valimisvõidu pärast 1956. aastat. Samal ajal poliitilised liidrid üle maailma astusid võitlema kiireneva inflatsiooni ohtude vastu.

Kulla jaoks tuli pöördepunkt 1968. aasta 17. märtsi otsusega kullapuul sulgeda. Kehtestati kahekorruseline kullaturg, mis võimaldas hoida kulla hinda keskpankade vahelistes tehingutes 35 dollarit untsilt, kuid lubas kulla kommertshinnal ametlikult kõrgemale tõusta, sõltuvalt turunõudlusest ja -pakkumisest. Nüüd ei pidanud vabaturul olema enam mingit kullahinna alam- ega ülempiiri, mis osutus kulla kui rahastandardi lõpu alguseks.

1968. aastaks oli USA majandus laostumas. Kullavarud kahanesid. Kongress pidi tegutsema ja otsustas tõsta makse 10 protsenti ja vähendada eelarvet 18 miljardi dollari võrra. Inflatsioonilised surved üksnes tugevdasid pinget, mida tekitasid dollariprobleem ja kahanev kullavaru. (Bernstein, 2005)

Sai ilmseks, et pariteet tuli ümber korraldada. USA püüdis 1970. aastal ja 1971. aasta algul ülejäägiga riike (eriti Lääne-Saksamaad ja Jaapanit) veenda oma valuutasid revalveerima. Seejärel hakati üldiselt ootama, et USA oma valuutat devalveerib. Selleks ajaks tekkis Euroopas tohutuid destabiliseerivaid kapitaliliikumisi, et dollareid kindlama valuuta, eriti Saksa markade, Jaapani jeenide ja Šveitsi frankide vastu vahetada. (Salvatore, 1991)

Nixon otsustas teha käigu, mis pidi lahendama resoluutselt Ühendriikide kullaprobleemi. Rahandusministeerium pidi lihtsalt keelduma müüa kulda 35 dollariga untsi eest valitsustele või keskpankadele, kes tulevad rahandusministeeriumisse oma dollareid vahetama. See radikaalne samm pidi tegema lõppu dollari konverteerimisele kullaks. Ilma ühegi fikseeritud „ankruta” võis dollar nüüd välisvaluutaturgudel vabalt kõikuda. (Bernstein, 2005)

1971. aasta 15. augustil sulges Nixoni valitsus pauguga „kulla akna”. USA Riigikassa lõpetas formaalselt kulla müügi välismaale. USA valitsus rakendas ka 10 %-lise lisatolli. 1972. a. algul tõsteti kulla hinda 38 dollarini (seega USA dollarit devalveeriti ligikaudu 12 % võrra).

Nixoni otsus oli osa abinõude reast, mida valitsus palkade ja hindade madalal hoidmiseks ja inflatsiooni kontrollimiseks ette võttis. Nixon uskus, et suudab majandust kontrollida, isegi kui see poliitika muutus oli vastuolus tema enda varem avaldatud filosoofiaga. (Bonner, Wiggin, 2007)

### **2.2.3.Süsteemi tulemused ja kokkuvarisemise põhjused**

Pärast II maailmasõja lõppu olid ameeriklased lukustanud end kullavanglasse. Nad proovisid iga võimalikku viisi, kuidas säilitada side kullaga: laenasid teistelt riikidelt, maksustasid oma kodanikke, sõdisid spekulantidega ja tõstsid tõkkeid välismaale investeerivate korporatsioonide ette. Alternatiiv oluks loobumine kullast ammu enne 1971. aastat, kuid välismaalased soovisid endiselt avatud kullaluuki, et nad saaksid oma dollarijääke soovi korral kullaks vahetada. Samal ajal kartsid eurooplased ja jaapanlased dollari devalveerimist, sest see oleks tekitanud suuri kaotusi kodanikele, kes olid kogunud dollareid ja dollarites väljendatud aktiivaid. (Bernstein, 2005)

Kuigi Bretton Woodsi süsteem fundamentaalse tasakaalutuse puhuks nominaalväärtuste muutumisi ette nägi ja lubas, ei soovinud tööstusriigid ikkagi oma valuuta nominaalväärtust muuta. Puudujäägiga riigid hoidusid oma valuutasid devalveerimast, kuna nad pidasid seda nõrkuseks. Ülejääki omavad riigid ei kiirustanud revalveerimisega, eelistades selle asemel rahvusvahelisi reserve koguda.

Sellel oli kaks olulist tagajärge. Esiteks jättis see Bretton Woodsi süsteemi ilma selle paindlikkusest ja tasakaalustamata maksebilansi reguleerimise mehhanismist. Teiseks tekitas destabiliseerivaid rahvusvahelisi kapitalivooge, kuna pakkus spekulatsioonijatele suurepäraseid kasutamismõimalusi. (Salvatore, 1991)

Kui USA inflatsioonimäär oli madal, Bretton Woodsi süsteem toimis. Kui aga USA majanduspoliitikal oli vähem edu, muutus USA maksedefitsiit suuremaks kui see oli seletatav teiste riikide nõudlusega rahvusvaheliste reservvarade järele. IMF oli praktiliselt võimetu muutma tähtsamate riikide vahetuskursside järjestust.

Inflatsioonimäärade tõustes 1970. aastatel ei õnnestunud riikidel enam oma pariteete säilitada ning üleminek kõikuvatele vahetuskurssidele muutus vältimatuks, kuna puudus elujõuline alternatiivne mehhanism toimunud muutustega kohanemiseks. (Mayer jt., 1993)

Bretton Woodsi süsteemi puudustele vaatamata iseloomustas seda perioodi maailma majanduse toodangu ja rahvusvahelise kaubanduse kiire kasv. Omal ajal teenis Bretton Woodsi süsteem maailma riike hästi, eriti kuni 1960-ndate aastate keskpaigani.

Vaatamata sellele, et dollar jäi kullakattest ilma, jäi see rahvusvaheliseks valuutaks ka pärast Bretton Woodsi süsteemi kokkuvarisemist 1971. aastal ja isegi pärast seda, kui dollari väärtust 1973.a. märtsist alates kõikuda lasti. (Salvatore, 1991)

### ***2.3. Tänapäevane rahvusvaheline rahasüsteem***

1973. aasta märtsist kehtib maailmas juhitud kõikuvate valuutakursside süsteem. Sellise süsteemi korral võivad riikide rahandusvõimud valuutakursside lühiajaliste kõikumiste summutamiseks valuutaturgude tegevusse sekkuda, püüdmata pikaajalisi trende mõjutada. See süsteem kujunes välja Bretton Woodsi süsteemi lagunemisel kaootiliste valuutaturgude tingimustes.

Alguses püüti koostada konkreetseid reegleid kursside kõikumise juhtimiseks, et takistada konkureerivaid valuutakursi alandamisi, mis võiks tagasi tuua 1930-ndate aastate kaootilise olukorra. Kuid võimaliku kuritarvitamise halvimal tagajärjel jäid olemata ja juhitava kõikumise süsteem hakkas toimuma ka ilma selleta. 1976. aasta Jamaika kokkulepped (Jamaica Accords), mis astusid jõusse 1978. aasta aprillis, tunnustasid ametlikult juhitava

kõikumise süsteemi ja lubasid riikidel oma valuutarežiimi valida tingimusel, et see ei kahjusta kaubanduspartnerite ja maailmamajanduse huve.

1986. aastaks oli juhitava kõikumise süsteemi valinud vähem kui kolmandik IMF 149 liikmesriigist. Enamik ülejäänuid riike haakis oma valuutad USA dollari, Prantsuse frangi, SDR-i või valuutakorvi külge.

Praeguse valuutakursside juhitava kõikumise tingimustes vajavad riigid siiski rahvusvahelisi reserve, et nende lühiajaliste kõikumiste summutamiseks valuutaturgude tegevusse sekkuda. Kogu IMF arvepidamine käib SDR-des.

1974.a. SDR väärtuse stabiliseerimiseks muudeti 1 SDR väärtus võrdseks 16 juhtiva valuuta „korvi” kaalutud keskmisega. 1981.a. vähendati korvi kuuluvate valuutade arvu viiele: USA dollar (42%), Saksa mark (19%), Briti nael, Prantsuse frank ja Jaapani jeen (igäüks 13%).

IMF liikmesmaade kvoote on mitu korda üldiselt suurendatud, 1979.a. uuendas ja laiendas IMF üldist laenukokkulepet, laenamise reegleid leevendati ja lisati uusi krediidivõimalusi.

Uued krediidisoodustused on järgmised:

- soodustus kompenseerivaks finantseerimiseks (Compensatory Financing Facility, CFF), mis võimaldab laenata kuni 100% kvoodist, kui riiki tabavad eksporditulu ajutisest langusest tingitud maksebilansi raskused;
- soodustus reservfondide finantseerimiseks (Buffer Stock Financing Facility, BSFF), mille kaudu võib laenu saada kuni 50% kvoodist rahvusvaheliste reservfondide ehk puhvervarude korraldamise finantseerimiseks;
- laiendatud soodustused (Extended Fund Facility, EFF), mis võimaldab liikmetel tõsiste struktuuriliste tasakaaluhäirete korral kolme aasta jooksul laenu võtta kuni 140% ulatuses nende kvoodist;
- täiendav finantseerimine (Supplementary Financing Facility, SFF) juhuks, kui liikmesriigid vajavad palju suuremaid summasid ja pikemaks ajaks, kui seda tavalised kokkulepped võimaldavad;

- naftasoodustus (Oil Facility, OF), mille abil IMF laenas raha ülejääki omavatel riikidelt, et laenutada seda puudujäägiga riikidele konkurentsivõimelise intressimääraga.

Naftasoodustus loodi 1974. aastal ja seda laiendati 1975.a., kuid praegu see enam ei toimi.

Tänapäeva maailmas tuleb tegemist teha paljude tõsiste ja tihedalt omavahel seotud rahvusvaheliste majandusprobleemidega. Üks kõige tõsisemaid probleeme on valuutakursside liigne tundlikkus ja suur tasakaalustamatus. (Salvatore, 1991)

Viimase saja aasta rahvusvahelise valuutakorralduse vaatlusest nähtub, et mis tahes valuutakorraldus ei ole püsinud üle kahe-kolmekümne aasta. Perioodidele, mil tähtsamad tööstusriigid sidusid oma valuuta, on järgnenud perioodid, mil nad loobusid sellest. (Mayer jt., 1993)

Praegusel ajal, mil USA dollaril ei lähe just eriti hästi, on maailma finantseliit hakanud ennast kindlustama juhaks, kui dollar peaks täielikku kriisi sattuma. Suur osa riike on juba hakanud asendama dollarivarusid eurodega ja see trend kogub tõenäoliselt hoogu. Mõned keskpankade juhid ja rahandusministrid räägivad uuest suunast rahvusvahelises monetaarpoliitikas - kolmevaluutalise rahvusvahelise rahandussüsteemi arengust, mis oleks eemaldumine praegusest dollaripõhisest süsteemist. Aasia kaubanduses domineerib sel juhul jeen, Euroopas euro ja Lääne poolkeral Ameerika dollar. (Kosares, 2007)

### **2.3.1.Valuutaturg**

Valuutaturg on rahvusvahelise rahaturu komponent, mis hõlmab ka mitmesuguseid siseriiklikke turge (pangahoiuste ja laenusertifikaatide turg, inkassokorraldused ja kommertsvekslid). Valuutaturul ei ole ei kindla tehinguga kaubeldavad varad ega nõudehoiused sellel turul ainulaadsed (nagu on kuld ainulaadne kullaturul). Selle asemel omandatakse erinevates valuutades väljendatud nõudehoiuseid, et hõlbustada välisvaluutas maksmist.

Välisvaluutaturg on tehingute mahu poolest maailma suurim turg. Välisvaluutaga kauplemise maht on palju suurem rahvusvahelise kaubanduse ja investeeringute mahust. Enamikus välisvaluutatehingutes on nii ostjateks kui ka müüjateks pangad, kes tegutsevad



nii omaette kauplejatena kui ka importijate ja eksportijate ja rahvusvaheliste investeerijate maakleritena.

Välisvaluutaturul on äärmiselt tihe konkurents; seal on palju osalejaid, kellest ükski ei ole turu kui tervikuga võrreldes suur. Hinnad ehk vahetuskursid, muutuvad pidevalt, kusjuures muutus võib olla vaid 1/100%. Kauplemine toimub ööpäev läbi kuna rahanduskeskused asuvad erinevates ajavööndites.

Välisvaluutatehingud on kas **hetketehingud**, mis hõlmavad hoiuste vahetamist kahe päeva jooksul pärast lepingu kuupäeva, või **tähtajalised tehingud**, mis hõlmavad hoiuste vahetamist mingil tähtajal tulevikus. **Vahetuslepped** on hetke- ja tähtajatehingute kombinatsioon. Enamik välisvaluutatehingutest on tähtajatehingud. (Mayer jt.,1993)

Vahetuskursi kindlaks määramise süsteemi ja kurssi suurema muutumise aasta või mõne kuu jooksul seletuseks on see, et vahetuskurss on riikide vääringute hinnad, mille korral samasuguste kaupade hinnad kahes riigis on enam-vähem võrdsed või erinevad ainult arveldus- ja transpordikulude võrra. Kaubeldavate kaupade hindade ja vahetuskursi vahelist suhet nimetatakse **ostujõu pariteedi teoreemiks**. Tavaliselt võrreldakse mitme riigi kaupade hinnatasemetega vahetuskursi muutusega ostujõu pariteedi suhtelises versioonis. Võrdse ostujõu korral kodu- ning välisriigis, võib rääkida vahetuskursi ostujõu pariteedist. Selle järgi kindlate hindade vaadelduna peab valuuta ostujõud kõikides riikides olema sama.

Nominaalse vahetuskursi suhtelist muutust ühe perioodi jooksul kujundab erinevus kaubeldavate toodete inflatsioonimääras kodu- ning välismaal. Kui kodumaine inflatsioonimäär on kõrgem kui välismaine, on tulemuseks kodumaise vääringu devalveerumine, kuna importkaubad muutuvad suhteliselt atraktiivseks ning sellist erinevust kodu- ja välismaise hinna vahel saab vähendada ainult kodumaise vääringu devalveerimise kaudu. Seetõttu on nominaalse vahetuskursi ülesandeks sellise olukorra mõjude kompenseerimine ning reaalvahetuskursi stabiliseerimine. Nominaalne vahetuskurss kohaneb, et pariteeti saavutada. (Rahapoliitika, 2003)

Valuutaturgu võivad mõjutada nii rahalised kui ka mitterahalised häired. Ootusi tulevaste vahetuskursside suhtes mõjutavad paljud tegurid, kaasa arvatud investeerijate hinnangud inflatsioonimäärade või rahavaru kasvumäärade suhtes.

Vahetuskursside suuri järske muutusi selgitavad väärtpaperitehingud. Investeeri­jad kannavad summasid ühest valuutast teise, et saada kasumit erinevates valuutades väljendatud varade intressimäärade vahede või vahetuskursside oodatavate muutuste arvelt. Investeeri­ja seisukohalt on hetke vahetuskurs õige, kui võrreldavate välismaiste väärtpaperite intressimäärad (arvestades kodumaiste väärtpaperite intressimäära ja vahetuskursi oodatavat muutumist) on niisugused, et summasid ühelt väärtpaperilt teisele üle kandes ei ole võimalik olulist kasumit saada.

Kui uus informatsioon kaubandusarvete, inflatsioonimäärade, raha pakkumise kasvumäärade või väliskampaaniate kohta võimaldab investeerijatel järeldada, et näiteks eurodes väljendatud varad osutuvad dollarites väljendatud varadest vähemsoodsateks, müüvad nad eurodes väljendatud väärtpaperid ära ja ostavad USA dollarites väljendatud väärtpapereid ning euro väärtus langeb seni, kuni eurodes väljendatud väärtpaperite tulemimäär, korrigeerituna vahetuskursi oodatava muutuse suhtes, võrdsustub USA dollarites väljendatud väärtpaperite tulemimääraga. (Mayer jt., 1993)

### **2.3.2. Euroopa rahasüsteem**

Tihti peetakse vabalt ujuva vahetuskursi muutusi siseriiklikule majandusele ohtlikuks. Rahvusvahelise tööjaotuse parandamiseks on kasulik mõnesugune rahasüsteemide integratsioon, näiteks ühise valuuta kehtestamine või siis koostöö vahetuskursside stabiliseerimiseks. Ühise vääringu kehtestamise tulemuseks on rahaliit ühe keskpangaga ning ilma rahvusliku rahapoliitikata. Valuutaalane koostöö kujutab endast aga olukorda, kus rahvuslikud vääringud on säilitatud, kuid liikmesriikidel on piiratud võimalused rahapoliitiliselt iseseisvalt käituda.

Rahapoliitilise koostöö ning integratsiooni eesmärgiks on vähendada või kõrvaldada järgmised riskid ja kulud:

- vahetuskursside muutmise risk;
- vahetuspääringute või kapitali vaba liikumise piirangute kehtestamine;
- vahetuskursside kaitsmise kulud;
- vahetuskursside ning vahetuspääringute infokulud;
- valuutaoperatsioonide kulud. (Rahapoliitika, 2003)

Kui 1960. aastate lõpus sai ilmseks, et USA-d tabanud majandusraskused ei võimalda rahvusvahelist rahasüsteemi endisel kujul säilitada, hakati Euroopas üha tõsisemalt rääkima oma, Euroopa sisese vahetuskursisüsteemi loomisest.

Luksemburgi toonase peaministri Pierre Werneri väljatöötatud plaani põhjal käivitati 1972.a. märtsis esimene Euroopa riikide valuutakoridor (nn. valuutamadu tunnelis). Süsteemiga ühines 10 Euroopa riiki. Baasvaluutaks kinnitati USA dollar ning koridoriga ühinenud riikide valuutad seoti dollariga kindla kursi alusel kõikumisvõimalusega +/- 2,25% keskkursist. Kui mõne valuuta kurss dollari suhtes muutus rohkem kui lubatud, pidi sellele riigi keskpang sekkuma ning valuutasid ostes-müües kursi taastama.

Valuutakoridori efektiivne töö lõppes 1973.a. Selle põhjusteks olid dollari ebastabiilsus, naftahindade neljakordistumine, inflatsioon ja üldine majanduslangus Euroopas. 1977. aastaks olid valuutakoridori liikmeteks jäänud vaid 5 riiki. (Timpmann, 2004)

1978.a. otsustati käivitada uus rahaliidu programm - Euroopa Rahasüsteem (EMS – *European Monetary System*), mis hakkas toimima 1979.a. märtsis. Alguses kuulusid sellesse süsteemi Prantsusmaa, Saksamaa, Itaalia, Belgia, Taani, Iirimaa, Holland ning Luksemburg; hiljem liitusid Hispaania, Suurbritannia, Portugal ja Austria. Vahetuskursid EMSis võisid kõikuda kuni +/-2,25%. Viidi sisse eküü kui valuutakorv (koosnes fikseeritud koguses kõigist EMS-is osalevate riikide vääringutest) ja valuutaühik. Erinevate valuutade väärtused eküüdes arvutati vastavalt liikmesriigi osalusele Euroopa Ühenduse siseses kaubanduses ning sisemajanduse kogutoodangule. (Rahapoliitika, 2003)

Eküü oli ainult arveldusühik, sularahana ta käibel polnud; valuutade kursid olid fikseeritud selle suhtes ning selle kaudu ka omavahel. Nagu valuutakoridori puhul, lubatud kurssi kõikumise piiride ületamise korral pidid riikide keskpangad sekkuma ning vahetuskursi jälle õigetesse piiridesse viima. (Timpmann, 2004)

1992. ja 1993. aastal elas süsteem üle kriisi, mille põhjusteks olid erinevad majandustsüklid kasvaval Saksamaal ja teistes liikmesriikides, kes elasid üle langust. Kuna Saksa Riigipanga intressimäärad määrasid ametlikult ära intressimäärad teistes EMS-i riikides, pidid viimased, vaatamata majanduslangusele, säilitama kõrgeid intressimäärasid. Lõpuks viis spekulatsioon EMS-i kriisini. Hiljem laiendati vahetuskursimehhanismi

kõikumise määrasid +/-15%ni, mis oli tegelikult juba üsna lähedane vabalt kõikuvatele vahetuskurssidele. Süsteem kukkus sisuliselt kokku.

Euroopa rahaliidu ja ühisturu idee raames esitas nn. Delors'i komitee 1989. aastal plaani, mis pakkus välja **Euroopa Majandus- ning Rahaliidu** (EMU) loomise kolme etapina. (Rahapoliitika, 2003)

**Esimene etapp** algas 1. juulil 1990.a, selle käigus kaotati kõik piirangud kapitali liikumiselt nii EL piires kui ka EL ja kolmandate riikide vahel, tihendati liikmesriikide koostööd rahapoliitilistes küsimustes ning moodustati keskpankade vahelise koostöö parandamiseks keskpankade juhtide komitee.

**Teine etapp** algas 1. jaanuaril 1994.a., mil loodi Euroopa Rahainstituut (EMI – *European Monetary Institute*). Keskpankade juhtide komitee saadeti laiali ning tema ülesanded läksid üle rahainstituudile. Sisuliselt jäi rahapoliitika elluviimine endiselt liikmesriikide keskpankade vastutusalasse, rahainstituut vaid koordineeris nende tegevust. Selle etapi jooksul tehti konkreetseid ettevalmistusi ühisvaluutale üleminekuks: lõpetati eküü valuutakorvi koosseisu muutmised, hakkas kehtima range eelarvedistsipliini kohustus, keskpankadel keelati valitsustele krediitide andmine eelarvedefitsiidi finantseerimiseks.

Selleks, et saada õigus EMU kolmanda etapiga liituda ehk ühisraha kasutusele võtta, pidi riik täitma kindlad tingimused. Tähtsaimaks kriteeriumiks on seejuures inflatsioonikriteerium, kuna ühise rahapoliitika peamiseks eesmärgiks on EL lepingu alusel hinnastabiilsuse säilitamine. Majandusraskuste korral on välistatud ringluses oleva raha hulga suurendamine keskpanga poolt (Euroopa Keskpangal on samuti keelatud liikmesriikide valitsustele krediitide andmine ning nende võlakirjade ostmise). Rahaliidu tingimustes on valitsustel võimalik kasutada ainult eelarvepoliitikat.

Euroopa Ülemkogu Madriidi tippkohtumisel 1995.a. detsembris otsustati nimetada EMU kolmandas etapis kasutusele võetav ühisraha euroks. 1998.a. mai algul otsustati, et 11 liikmesriiki on kolmanda etapiga ühinemiseks vajalikud tingimused täitnud ning saavad õiguse üle minna ühisrahale. Seejärel määrasid rahaliidus osalevate liikmesriikide riigipead ametisse Euroopa Keskpanga (ECB – *European Central Bank*) presidendi, asepresidendi ning juhatuse liikmed, kelle volitused jõustusid 1. juunil 1998.a. (sellega lõppesid Euroopa

Rahainstituudi volitused). Kuni 1999.a. 1. jaanuarini tegeles ECB ühisrahale ja ühisele rahapoliitikale ülemineku ettevalmistamisega.

**Kolmas etapp** algas 1. jaanuaril 1999.a., mil fikseeriti EMUga ühinenud riikide valuutade vahetuskursid euro suhtes. Mingi kõikumine sellest kursist polnud enam lubatud ega võimalik. Liikmesriikide valuutade vahetuskursside fikseerimiseks kasutati 31. detsembril 1998.a. kehtinud vahetuskursse ning eküükorv konverteeriti üks-üheselt euroks. Raha- ja vahetuskursipoliitikat hakkas teostama Euroopa Keskpank koos Euroopa Keskpankade Süsteemiga ning EMU liikmesriigid kaotasid võimaluse iseseisvat rahapoliitikat ellu viia.

Üleminekuperioodil oli euro arveldusraha staatuses, mida kasutati elektroonilisel kujul rahvusvaluutade kõrval. 1. jaanuarist 2002.a. algas paralleelse käibimise periood, kus euro võeti käibe sularahana paralleelselt rahvusvaluutadega. Paralleelse käibimise periood lõppes 28. veebruariks 2002, EMU liikmesriikides sai eurost ainus seaduslik maksevahend. (Timpmann, 2004)

### **2.3.3. Kuld tänapäevases rahvusvahelises rahasüsteemis**

1978. aastal sai IMFi eesmärgiks kustutada kuld rahvusvahelisest rahandussüsteemist. See reaktsioon järgnes ebaõnnestunud katsetele rajada uus rahvusvaheline rahandussüsteem ning eriti tugevalt mõjutas otsust Euroopa ebaõnnestunud püüdlus sundida Ameerika Ühendriike oma kulladefitsiiti kindlalt määratlema või dollarit kulla suhtes devalveerima. USA hakkas selle asemel juhtima ristiretke kulla vastu (hoides samal ajal piisavat kullavaru enda reservides ja muu maailma eest varjatult). See muudatus keelas liikmetel oma kurssi kulla suhtes fikseerida ning võttis neilt kohustuse teostada kullaga tehinguid ametliku kullahinnaga.

Sümboliseerimaks plaani kuld süsteemist kõrvaldada, kästi fondil lahti saada 50 miljonist oma reservis olevast 153 miljonist untsist, osaliselt müües ning osaliselt liikmetele jagades, vastavalt nende osaluse kvoodile. Paradoks oli selles, et tänu niisugusele manöövri levis kuld rahvusvahelises kogukonnas palju laiemalt kui enne ning tekitas paljudes riikides värsket huvi kullaturu suhtes. Vähesed riigid näitasid üles huvi müüa nende käes olevat kulda ning valdav enamus hoiab seda endiselt oma bilansis.

Euroopa Keskpanga nõukogu andis ühes oma eelteates teada oma otsusest, et kulda tuleks liita välisreservi ülekandesse eurotsooniga ühinenud riikide riiklike keskpankade poolt Euroopa Keskpanka, mille tähtajaks oli 1999. aasta 1. jaanuar. Euroopa Keskpank nõustus, et 15% algsest ülekandest peaks olema kullas ja ülejäänud 85% muus valuutas. Tehti ka märke, et Euroopa Keskpank säilitab tulevikus oma reservides püsivalt 15% kulda.

See otsus tähendas, et Euroopa keskpankurid uskusid jätkuvalt, et kuld tugevdab keskpanga bilanssi ning suurendab rahva usaldust selle panga poolt emiteeritava käiberaha suhtes. Nii nagu üks maailma juhtivamaid keskpanku selle otsusega kinnitas, on kulda vaja ja seda tuleb ka bilansis kajastada; sel moel sümboliseeris see otsus eelmiste seisukohtade läbikukkumist, kui arvati, et kuld tuleb süsteemist välja kirjutada.

1999. aastal oli keskpankade käes peaaegu veerand kogu maailmas ringlevast kaevandatud kullast (1999. aasta septembri seisuga hinnanguliselt 33 000 tonni), nii et nendepoolsed tehingud olid kullaturu seisukohalt võtmetähtsusega. Suurem osa sellest kogusest oli kogunenud Lääne-Euroopa pankade kätte. Paljud neist hoidsid suurt kogust kulda oma reservides. Mõned (Holland, Belgia, Austria, Šveits ja Suurbritannia) olid eesotsas nende pankade osas, kes olid hiljuti kulda müünud või andnud teada plaanist seda teha. Samal ajal suurenes vajadus kulla laenamise järele ning mitmed keskpangad suurendasid välja laenatava kulla kogust. Kullaturul aset leidvate muutuste tõttu tekkis tavalisest suurenenud müük, ning seekordki jõudis tänu laenamisele lisakogus kulda müüki.

Tänu nendele müükidele kullaturg destabiliseerus ning keskpankade kavatsuste tõttu hirmutav hinnalangus tegi palju kahju riikidele, kus toimus kulla kaevandamine.

Reaktsiooniks nendele probleemidele koostasid 15 Euroopa keskpanka (11 eurotsooni kuuluva riigi keskpangad, lisaks Euroopa Keskpank ja Rootsi, Šveitsi ning Suurbritannia keskpangad) CBGA leppe, milles nad sätestasid, et kuld jääb maailma rahareservides tähtsale kohale. Nad nõustusid piirama oma kollektiivset kullamüüki viie aasta lõikes 2000 tonnini, mis teeb ligikaudu 400 tonni aastas. Ka andsid nad teada, et nende laenamine ja derivaatide kasutamine ei suurene järgneva viieaastase perioodi jooksul.

Alla kirjutanud pangad hoidsid enda käes 45% kogu maailma kullareservist. Lisaks teatasid teised suuremate kullareservide omanikud – USA, Jaapan, Austraalia, IMF ja BIS

– kas siis ametlikult või mitteametlikult, et nemad kulda ei müü. Nendega koos moodustas kullaresrv 85%.

8. märtsil 2004 anti teada keskpankade vahelise kullaleppe (Central Bank Gold Agreement, CBGA) muutustest. Nii nagu eelminegi lepe, kehtib ka uus viie aastane periood, alates vahetult pärast esimese leppe kehtivusaja lõppu 27. septembril 2004 kuni 26. septembrini 2009.

Maksimaalne kulla kogus, mida alla kirjutanud riigid võivad viie aasta jooksul müüa, on 2500 tonni, võrreldes 2000 tonniga, mis oli sätestatud esimese leppega. Esimese leppe tekst määratles, et müük aastas ei tohi ületada 400 tonni, teises leppes on selleks koguseks määratud 500 tonni. (Central Bank..., 2008)

### 3. Kuld investeerimisvarana

Läbi kogu ajaloo on kuld etendanud kaht rolli – ehte ja raha oma –, mis on teineteist vastastikku tugevdanud ja toetanud. Kuld edastas võimu oma sära tõttu, kuid ta hakkas võimu väljendama jõulisemalt, kui omandas suurema tähtsuse rahana.

Kuld ei andnud järele ei meelitustele ega tehnoloogiale, ei moele ega poliitilisele kursile. Erinevalt paberrahast ei saanud teeselda, et kuld oli väärt rohkem, kui ta tegelikult oli. Seda ei saanud eimillestki juurde teha, iga untsi pidi maa seest välja kaevama. Rahavarude suurendamine, ükskõik kui hea oli põhjus, oli raske. Seda pidi säästma, kõrvale panema, hoiustama. Selle iga unts kujutas endast kokkuhoidu, enesedistsipliini ja kannatlikkust. (Bonner, Wiggin, 2007)

Paraku otsustati, et kulla tuleb lõpuks lahti öelda raha rollist. Esimeseks sammuks oli üheksanda sajandi uuendus paberraha näol. Keskajal arenesid isegi tõhusamad metallraha asendajad, kui üha rohkem hakati kasutama krediiti, näiteks veksleid, ning koos sellega arenes pangandus. Seitsmeteistkümnendast sajandist edasi stimuleeris kaubanduse ja tootmise kiirenev kasv rahavajaduse pakulist laienemist. Ajapikku kujunes kullast pigem finantstehingute tõke kui ukseava.

Üheksateistkümnendal sajandil tekkinud kullastandard tõendas nihet kulla funktsioonis. Kuld rändas käest kätte üha harvemini. Nüüd paiknes suurem osa rahakullast pangaseifides kui paberraha ja pangahoiuste tagatis.

Bretton Woodsi süsteemi kriis viis kulda tagasi eraisikute kätte. Sedamööda kuidas 1968. aasta jooksul arenes inflatsioon, uuenes üldsuse hulgas huvi kulla vastu. Kuna valitsused olid piiratud teovõimega, sest riigi vääringu väärtus pidi välisvaluutaturgudel jääma jäigalt fikseerituks, suurenevad kulutused õhutasid siseturunõudlust, luues olukorra, mis sunnib inimesi vabanema mingist vääringust ja lülituma ümber edukamate maade rahale – või siis kullale. Mida rohkem püüdsid valitsused leida Bretton Woodsi kitsenduste ümber manööverdamisruumi, seda rohkem keskendusid avalikkus ja spekulandid kullale kui viimasele kaitsemeetmele valitsuse vigade ees. (Bernstein, 2005)

1975. aasta jaanuaris lubati USA kodanikel 1933. aastast peale esimest korda kulda omada ning USA müüs väikese osa oma kullareservist vabaturul. IMF müüs 1/6 oma



kullareservist vabaturul 1976. ja 1980. aastate vahel, demonstreerimaks sellega oma otsust likvideerida kuld kui rahvusvaheline reservaktiva. Kulla ametlik hind tühistati. (Salvatore, 1991)

Sellest ajast on kullal aina kasvav nõudlus uues rollis – eraisiku investeerimisvarana.

### **3.1. Kulla toodang ja reservid maailmas**

Vastavalt Maailma Kullakoostöökojule (World Gold Council) statistikale oli 2007. aastal kulla kogunõudlus (tabel 1) 2547 tonni. Sellest 2447 tonni tuli maailma kullakaevandustest, 485 ametlikust sektorist (näiteks keskpankadelt) ja 937 tonni vanade jäätmete töötlemisest. (Kosares, 2007)

Tabel 1. Kulla pakkumine ja nõudlus aastatel 2005 – 2007 (tonnides)\*

<b>Tonnides</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>% 2007 vs2006</b>
<b>Pakkumine</b>				
Kaevandustoodang	2550	2481	2447	-1
Ette müüdud toodang	-86	-373	-400	...
Kaevandustoodang kokku	2464	2108	2047	-3
Avaliku sektori müük	662	367	485	32
Taaskasutusele võetud kuld	886	1107	937	-15
Pakkumine kokku	4012	3582	3469	-3
<b>Nõudlus</b>				
Tootmine				
Juvelitööstus	2707	2283	2426	6
Tööstus ja hammatööstus	431	458	465	2
Tööstus kokku	3138	2741	2891	5
Investeerimiskulla müük	412	421	442	5
Muud investeeringud	-26	-22	-36	...
Investeerimisfondid ja sarnased	208	260	251	-4
Nõudlus kokku	3731	3400	3547	4
<b>Pakkumise ja nõudluse bilanss</b>	280	182	-79	...

\*Allikas: World Gold Council, 2008

Kulda kaevandatakse kõigil kontinentidel peale Antarktika, kus igasugune kaevandustegevus on keelustatud. Ettevõtted varieeruvad mõõtmelst imepisikestest

hiigelsuurteni. Hiljuti läbi viidud uuringu andmetel on maailmas kokku ligi 400 tegutsevat kullakaevandust. Praegu on kullakaevandamine suhteliselt stabiilne, ulatudes keskmiselt 2550 tonnini aastas viimase viie aasta keskmist arvestades. Uued kaevandused pigem asendavad vanu kui suurendavad maailma kogutoodangut.

Kuna kulla kaevandamine on suhteliselt mitte-elastne, tagab taaskasutatava kulla varu siiski piisava pakkumise kui nõudlus peaks suurenema ning aitab seeläbi kulla hinda stabiilsena hoida. Kulla üks põhiväärtusi ongi see, et kulda on võimalik hõlpsasti uuesti kasutusele võtta seda sulatades ja ümber töödeldes, kuna ka korduva ümbertöötlemisega kulla omadused ei muutu (näiteks Austraalia kullatöötaja muuseumis on ühte 400 untsist kullakangi küllastajatele näitamiseks igapäevaselt üles sulatatud ja valatud uuesti kangiks rohkem kui 19 000 korda ning uuringud on näidanud, et selle kangi omadused pole muutunud).

Keskpannad ja rahvusvahelised organisatsioonid (näiteks IMF) hoiavad enda käes umbes üht viiendikku kogu maailma maapealsest kullavarust reservvaradena (ulatudes 31 000 tonnini, mis jaguneb 110 organisatsiooni vahel). Keskmiselt on valitsuste valduses olevates riigireservides kulla osakaal ligikaudu 10%, kuigi see protsent varieerub riigiti.

Hoolimata faktist, et viimase kümnendi jooksul on suurem osa keskpankadest oma kullareserve suurendanud, on kogu sektor tervikuna olnud siiski netomüüja alates 1989. aastast. Alates 1999. aastast on suuremat osa sellest müügist reguleerinud Keskpankade Kullalepe (CBGA), mis stabiliseerib 15 maailma suurima kullaomaniku kullamüügi. (Demand and..,2006)

### **3.1.1. Kullakaevandused**

Kulla pakkumise peamiseks allikaks on kaevandused, kuna nendest tuleb igal aastal ligi 60% pakkumisest.

Kulda leidub esmastes ja teisestes setetes. Esmased setted moodustuvad kui ränirikkad vedelikud, mis sisaldavad kulda ning tahkuvad maapinna lõhedes kvartsisoonteks või maagisoonteks. Teisesed setted on uhtelised või puistelised. Need setted on ealiselt nooremad ning sisaldavad kullaliiva, osakesi ja kamakaid, mis on tekkinud esmaste setete

erosiooni tagajärjel ning mida leitakse jõepõhja kruusast nagu näiteks Brasiilias või Venemaal.

Varaseimad kullaleiud olid tõenäoliselt Väike-Aasia, Aafrika, Hiina ja Lõuna-Ameerika puistelistest setetest, kuid maa-alustest maagisoontest kaevandamine sai alguse juba 2000 aastat eKr egiptlaste poolt, kes kaevandasid kulda Niiluse ja Punase mere vahel. Varased kullakaevandused asusid ka aladel, kus praegu on Etioopia, Sudaan ja Saudi Araabia, kus kaevandati roheliste kivimite võõnditest, kust leitakse praegugi kulda Austraalias, Brasiilias ja Kanadas.

Roomlased arendasid välja ka kaevandused Aafrika aladel ning Hispaanias, et nende toodanguga oma impeeriumi rahastada. Kui impeerium lagunes, jätkus kulla kaevandamine Vahemeremaades väiksemas mahus veel mitmeid sajandeid, kuigi kaevandamist eksisteeris ka Kesk-Euroopas aladel, kus praegu asuvad Austria ja Lõuna-Saksamaa, samuti ka Hiinas ja võimalik, et ka Indoneesias, kindlasti aga Lõuna-Ameerikas. 11. sajandiks jõudis Lääne-Aafrikas kaevandatud kuld Itaalia linnriikidesse, mille hulgast Veneetsia muutus peagi peamiseks kullaturuks. 18. sajandi alguses avastasid portugallased Brasiilias kullalademed, mis andis tõe kaevandamise arengule selles piirkonnas. Seejärel nihkus kaevandamise areng alates 18. sajandi keskpaigast Venemaale, kuni Kalifornia ja Austraalia kullapalaviku perioodini 19. sajandi keskel, mis omakorda sai uue ajajärgu alguspunktiks. Siiski leiti kulda suures osas endiselt puistesetetest, kuigi kaevandati ka maagisoontest.

Isegi siis tõstsid kullapalaviku perioodid väljundit neljakordselt, kuni 300 tonnini aastas. Kuid kullakaevandus kaasaegses mõistes arenes ainult tänu 1880ndatel aastatel Lõuna-Aafrikast avastatud kullariffidele. (Green, Russell, 1997)

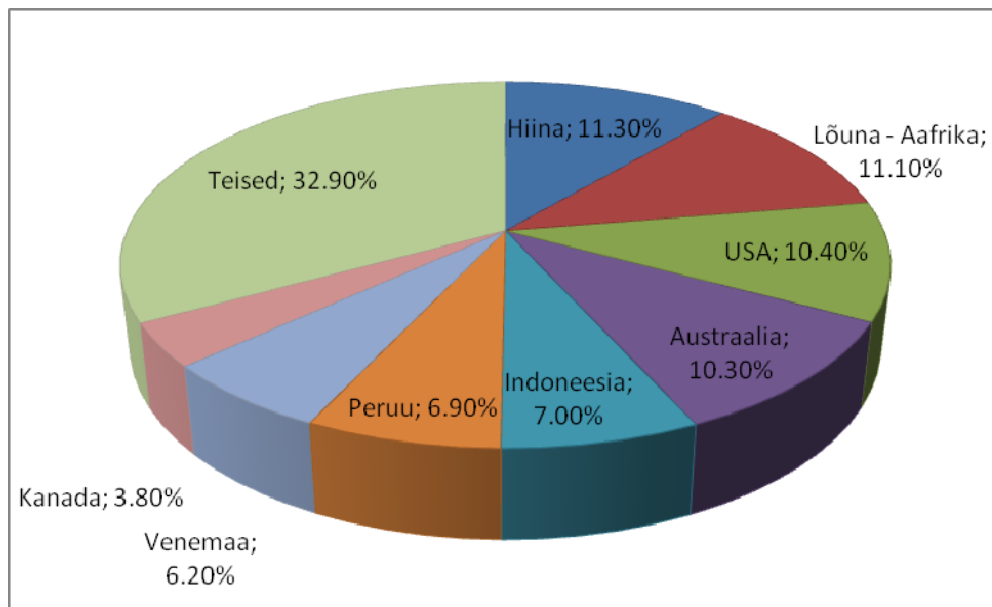
Suurem osa kaevandustegevusest toimub tänapäeval Kesk- ja Lõuna-Ameerikas, Venemaal ning Lääne-Aafrikas. Tulevikuks mitmeid huvitavaid väljavaateid pakub Hiina, nüüdseks suuruselt esimene kullatootja (joonis 3).

2007. aasta kulla kaevandusmaade top 10 (tonnides):

1. Hiina: 276
2. Lõuna-Aafrika: 272
3. USA: 255

4. Austraalia: 251
5. Indoneesia: 171
6. Peruu: 167
7. Venemaa: 149
8. Kanada: 93
9. Paapau Uus- Guinea
10. Ghana

(Gold Production...)



Joonis 3. Kulla kaevandamine, 2007 (GOLDSHEET Mining Directory, 2008)

**Hiina** sai 2007. aastal maailma suurimaks kullatootjaks Kanada ja Austraalia poolt juhitud projektide kaasabil, tootes 276 tonni kulda. See on 12% rohkem võrreldes eelneva aastaga ning moodustab veidi üle kümnendiku maailma kogutoodangust. Hiina toodangu viis kõrgemale suurenenud tootmine paljudes väiksemõõtmelistes kaevandustes, mis annavad suurema osa riigi kullatoodangust. Nende suurus muudab nad paindlikuks ja võimaldab kiiresti kasutusele võtta kõrge kullasisaldusega maagi lademed kulla hinna tõusu ajal.

Eeldatavasti säilitab Hiina oma juhtpositsiooni ka 2008. aastal, kui järjest rohkem väljast tulevaid tootjaid rajab Hiinas uusi kaevandusi. (Mandaro, 2008)

**Lõuna-Aafrika** tõrjus Ameerika Ühendriigid kullatootjate esikohalt 1898. aastal ning on sellest ajast saadik esikohta enda käes hoidnud (välja arvatud lühike periood Buuri sõdade ajal). Suurema osa sellest sajandist on Lõuna-Aafrika olnud omaette liigas, ulatudes tipptoodanguaastatel 1000 tonnini 1970ndatel. Esimesel sajandil Lõuna-Aafrika kullakaevanduste ajaloos tootis sealne tööstus veidi üle 40 000 tonni kulda, umbes 40% kogu siiani kaevandatud kullast.

Kuigi üksikuid isoleeritud setted ja mõned kvartsisooned leiti Lõuna – Aafrikas juba 1853. aastal, sai tööstus suurema tõuke Kimberley teemandipalaviku ajal, mis algas 1871. aastal. Teemandibuum andis kaks olulist komponenti: lugematul hulgal õnneotsijaid (kellest paljud olid juba käinud näiteks Austraalias või mujal kulda kaevamas) ja lisakapitali Briti ja Euroopa pankadest, mis teemandikaevandusi finantseerisid. (Green, Russell, 1997)

Kuigi Lõuna-Aafrika on olnud mitu aastakümneid juhtiv kullatootja, on selle toodang pidevalt vähenenud seoses tööjõu probleemide ning vananenud kaevandustega. 1970ndatel aastatel tootis Lõuna-Aafrika keskmiselt 1000 tonni aastas, 1985. aastaks langes tootmine alla 700 tonni ning 21. sajandi alguseks juba alla 400 tonni aastas. Teised tootvad riigid, eriti Ameerika Ühendriigid, Austraalia ja Hiina on hakanud seda puudujääki kompenseerima.

**Ameerika Ühendriikidel** on kulla kaevandamises väärikas positsioon peamiselt tänu vana Nõukogude Liidu lagunemisele ja Nevada tohututele kullareservidele. 1990ndate keskel hakkas USA kullatootmine vähenema ja 21. sajandi alguseks jäi umbes 300 kuni 350 tonni ulatusse paigale.

Üldiselt on tänapäeval kaevandamine USA-s problemaatiline. Pidevate keskkonna- ja põllumajandusorganisatsioonide surveavalduste tõttu on paljud kaevanduskompaniid suunanud oma kapitali soodsamatesse kaevandusriikidesse. (Kosares, 2007)

**Austraalias** avastati kuld esmakordselt Macquarie jõe harust Bathursti lähedal, New South Walesi provintsi alal aastal 1851. Kullapalaviku aeg jäi suhteliselt lühikeseks, jõudes tippu aastaks 1856, mil toodang ulatus 95 tonnini aastas. Kuid sellegipoolest muutis see kullapalavik Austraalia majandust ja Londoni kullaturgu, mis võttis 80% kullast. Suuremaid kaevandustöid asuti tegema 1893. aastal, mil avastati kulda Kalgoorlies. Sellest ajast on Kalgoorlie „kuldse miili” alalt kaevandatud üle 1300 tonni kulda.

1996. aastaks olid Austraalia toodangu mõõtmed kapitaalselt muutunud, ulatudes 289 tonnini aastas, viies Austraalia maailma kullatootjate edetabelis kolmandale kohale Lõuna-Aafrika ja Ameerika Ühendriikide järel ja kaugele ette neljandale kohale asetunud Kanadast. Kuid Austraalia roll on kokkuvõttes märksa suurema tähtsusega, kuna seal ei avatud mitte ainult uusi kaevandusi, vaid rakendati ka täiesti uut kaevanduste finantseerimise infrastruktuuri, mille osaks olid kullalaenu ja kindlustused ning uue tehnoloogia kohandamine, et oleks võimalik kasutada liikuvaid freese ja süsinikutaastusjaamasid, mida on võimalik hõlpsasti ammendanud šahti juurest uue juurde viia. (Green, Russell, 1997)

**Venemaa**, kes oli kunagi maailma teine kullatootja, kannatab tööjõu- ja tootmisprobleemide käes. Alates Nõukogude Liidu kokkuvarisemisest on üldtabelites kunagiste liiduriikide toodang eraldi välja toodud ning analüüsid näitavad, et pakkumine endistest liiduvabariikidest on märgatavalt vähenenud.

Tänapäeval on kaevandusprotsessid raskendatud mitmesuguste probleemide tõttu. Lisaks poliitilistele ja keskkonnaprobleemidele, mis ümbritsevad kullakaevandustööstust igal pool maailmas, hakkab üleüldine kullatootmine vähenema ka seoses kaevandustegevuseks mõeldud eelarvete vähenemisega viimaste aastate jooksul. Peale selle viis nõrgenenud kulla hind 1990ndate lõpus mõned kaevandused sulgemiseni ja raskendas uute avamist, mis mõjutab kullakaevanduse pakkumist tänapäevani, kuna tellimuse täitmine võtab aega umbes kümme aastat hetkest, mil maatükk tuvastatakse, vastavad load saadakse ja lõpuks reaalse tootmiseni jõutakse. (Kosares, 2007)

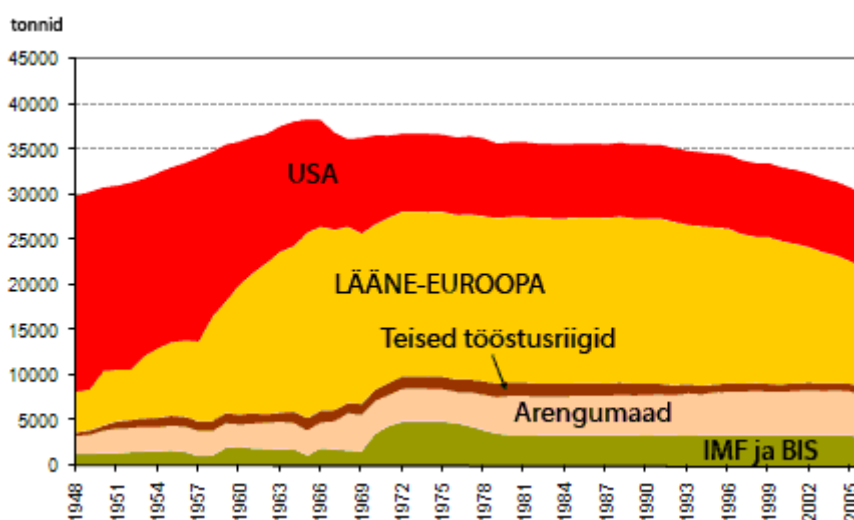
GFMS-i, maailma juhtiva väärismetallikonsultandi, uuringud näitavad, et globaalne kaevandustoodang langes 2007. aastal 0.4%. Kasvu oli näha Aasias alates Hiinast, Indoneesiast, Paapua Uus-Guineast ja Filipiinidest. Kõigis regioonides peale Aasia oli tegemist langusega, kõige suurem neist leidis aset Aafrikas ja oli koguseliselt 29 tonni. Põhja-Ameerika tootmine langes seitsmendat aastat järjest, Ladina-Ameerika registreeris ligikaudu 23-tonnise languse hoolimata suurtest kasumitest Brasiilias, Mehhikos ja Guatemalas. (Global output dips..., 2008)

### 3.1.2. Kulla reservid maailmas

1965-1975 aastatel müüsid kulda peamiselt angloameerika maad (USA, Suurbritannia, Kanada ja Austraalia) eesotsas Ameerika Ühendriikide ja Suurbritanniaga. 1965. aastal oli angloameerika maade valduses umbes 16 000 tonni kulda. 1975. aastaks vähenesid need varud 10 000 tonnini, kusjuures suurim äravool toimus Ameerika Ühendriikidest. Euroopal seevastu oli 1965. aastal reservides 18 000 tonni ja 1975. aastal 17 000 tonni. Seega ei osalenud Euroopa praktiliselt üldse 1975. aastale eelnenud ametlike kullareservide vähendamise protsessis.

1975. aastast kuni 1990ndate keskpaigani kaotasid Euroopa ja angloameerika kumbki umbes 1000 tonni oma reservidest. Suurem osa sellest läks Aasia riikidesse, kokku umbes 1500 tonni. (Kosares, 2007)

1990. aasta lõpus ulatus ametlik kullareserv (kaasa arvatud IMF-i ja BIS-i varud) maailmas 35 580 tonnini. 2006. aasta lõpuks oli see vähenenud 15%, ligikaudu 30 380 tonnini. Suurema osa 5200 kadunud tonnist moodustas Euroopa keskpankade müük, sellest omakorda märkimisväärsem osa Keskpankade Kullaleppele (CBGA 1 ja CBGA 2) allakirjutanud keskpankade poolt, kelle kullavarud vähenesid kokku 4870 tonni võrra (joonis 4).



Joonis 4. Ametlikud kullareservid, 1948 – 2006 (World Gold Council, 2008)

Muutused kullareservis ei tähenda alati ilmingimata ostu või müüki. Väikesemahuline suurenemine reservides võib olla põhjustatud selliste tegurite poolt nagu näiteks keskpanga poolt kulla väljalaenamamine ning intressi tagasisaamine kulla, mitte muu valuuta vormis. Veel üks põhjus on keskpanga valmisolek osta kulda eraisikutelt, kellel peaks tekkima soov müüa. Väiksemahulised vähenemised kullareservides võivad tekkida, kui keskpank eraldab kulda ametlikuks müntide verimiseks. (Major changes... 2007)

Tabel 2. Maailma ametlikud kullareservid 2008 märtsis (tonnides)\*

	Riik	Reserv		Riik	Reserv		Riik	Reserv		Riik	Reserv
1	Ameerika Ühendriigid	8134	28	Rumeenia	103.7	55	Tšehhimaa	13.3	82	Hongkong	2.1
2	Saksamaa	3417	29	Poola	102.9	56	Hollandi Antillid	13.1	83	Island	2.0
3	Prantsusmaa	2587	30	Tai	84.0	57	Kambodža	12.4	84	Paapua Uus-Guinea	2.0
4	Itaalia	2452	31	Austraalia	79.8	58	Katar	12.4	85	Mauritius	1.9
5	Šveits	1134	32	Kuveit	79.0	59	Serbia	12	86	Trinidad ja Tobago	1.9
6	Jaapan	765.2	33	Egiptus	75.6	60	Läti	7.7	87	Tadžikistan	1.7
7	Holland	621.4	34	Indoneesia	73.1	61	El Salvador	7.3	88	Jeemen	1.6
8	Hiina	600.0	35	Kasahstan	67.7	62	Myanmar	7.2	89	Suriname	1.3
9	Venemaa	450.9	36	Taani	66.5	63	Kolumbia	6.9	90	Kamerun	0.9
10	Taiwan	423.3	37	Pakistan	65.3	64	Guatemala	6.9	91	Honduras	0.7
11	Portugal	382.5	38	Argentiina	54.7	65	Makedoonia	6.8	92	Dominikaani Vabariik	0.6
12	India	357.7	39	Soome	49.1	66	Tuuesia	6.8	93	Gabon	0.4
13	Venetsueela	356.8	40	Bulgaaria	39.8	67	Laos	6.5	94	Malawi Kesk-Aafrika Vabariik	0.4
14	Ühendkuningriik	310.3	41	Malaisia	36.4	68	Leedu	5.8	95		0.3
15	Liibanon	286.8	42	Slovakkia	35.1	69	Iirimaa	5.5	96	Tšaad	0.3
16	Hispaania	281.6	43	Peruu	34.7	70	Sri Lanka	5.2	97	Kongo	0.3
17	Austria	280	44	Brasilia	33.6	71	Bahrein	4.7	98	Uruguay	0.3
18	Belgia	227.6	45	Boliivia	28.3	72	Bangladesh	3.5	99	Fidži	0.2
19	Alžeeria	173.6	46	Ecuador	26.3	73	Mehhiko	3.5	100	Eesti	0.2
20	Rootsi	147.7	47	Ukraina	26	74	Kanada	3.4	101	Tšiili	0.2
21	Liibüa	143.8	48	Süüria	25.9	75	Sloveenia	3.2	102	Malta	0.2
22	Saudi Araabia	143.0	49	Maroko	22	76	Aruba	3.1	103	Costa Rica	0.1
23	Filipiinid	127.4	50	Nigeeria	21.4	77	Ungari	3.1			
24	Singapur	127.4	51	Valgevene	20.1	78	Mosambiik	3.0		IMF	3217
25	Lõuna-Aafrika Vabariik	124.3	52	Jordania	14.3	79	Kirkiisia	2.6		ECB	563.6
26	Türgi	116.1	53	Korea	14.3	80	Luksemburg	2.3		BIS	137.6
27	Kreeka	112.7	54	Küpros	13.9	81	Albaania	2.2			

\* Allikas: World Gold Council, 2008

2007. aastal tõusis ametliku sektori netomüük 30%, olles kokku 481 tonni. Tõus ametliku sektori netomüügis oli tingitud CBGA-2 allkirjastanud liikmesriikide müügi taastumisest,



mille maht peaaegu ulatus leppe kolmanda aasta kvoodini, andes CBGA müügi tulemuseks 2007. aastal üleüldiselt 50% tõusu. Tähelepanu on tekitanud kaks ootamatut müüjat, nimelt Hispaania (55.5 tonni) ja Šveits (156.2 tonni). (Higher CBGA sales..., 2008)

Maailma suurim kullavaru on USA-l üle 8000 tonni. Sellele järgnevad Euroopa suurriigid Saksamaa, Prantsusmaa ja Itaalia, kel kõigil katab kuld üle 50 protsendi Keskpanga reservist (tabel 2).

Kunagi oli 70 protsenti maailma kullareservidest valitsuste ja nende keskpankade käes, nüüd aga on enam kui 70 protsenti kullast üle kogu maailma erainvestorite käes. (Kosares, 2007)

### **3.1.3. Eesti Panga kuld**

Kui 1. jaanuaril 1928 viidi Eestis läbi panga- ja rahareform ning riigi vääringuks kehtestati Eesti kroon, oli kulla osatähtsus selle kattevaras 23,5%. Need kullavarud pärinesid enamasti Venemaalt, kellelt Tartu rahulepinguga saadi 15 miljonit kuldrubla. 1939. aastaks oli Eesti Panga reserve kulla osa suurendatud 83%-ni. (Hagelberg, 2007)

1940. aasta suvel okupeeriti Eesti Vabariik Nõukogude Liidu poolt. Novembris tuli krooni asemele käibele rubla ning NL alustas jahti Balti riikide kullale. (Leimus jt., 2006)

Eesti Panga kuld paiknes sellel ajal järgmiselt:

- Inglise Pangas Londonis 4,8 tonni;
- Rootsi Riigipangas Stockholmis 2,9 tonni;
- Rahvisvahelises Arvelduspangas (BIS), deponeeritud Londonis, New Yorgis ja Basenis, 3,6 tonni;
- Eesti Panga varakambris 22,1 kg väliskuldrahana ja 151 721 rubla Venemaa kuldrubladena.

Kohe läks kaduma varakambris paiknev. Rootsi tunnustas 1940. aastal Eesti kuulumist NL koosseisu ning andis Eesti kulla NSVL Riigipangale üle. Puutumatus jäi BIS-is paigutatud kuld, seda enamasti tänu Ameerika Ühendriikidele, kelle hoidlates oli suurem

osa kullast ja kes oli selle Nõukogude Liidule üleandmisele kategooriliselt vastu. (Hagelberg, 2007)

Kui taasisesisvunud Eesti Vabariik hakkas valmistuma 1991. aastal rahareformiks, selgus et seda ei saa teostada ilma EV käsutuses enne okupeerimist olnud kullareservi toeta.

15. juunil 1992 taastati Eesti Panga liikmestaatuse Rahvusvahelises Arvelduspangas ning õiguse BIS-i deponeeritud kullale. Inglismaa ja Rootsiaga läbirääkimiste tulemusena tagastasid ka nende valitsused Eestile enne 1940. aastat kuuluva kulla. Kokku sai Eesti Pank krooni tagamiseks 11,3 tonni kulda. (Leimus jt., 2006)

11,1 tonni tagastatud kullast vahetati 1992. – 1993. aasta jooksul arenenud riikide võlakorjade vastu, põhjendades seda mitmete argumentidega:

- kuld ei teeni intresse ja selle säilitamine on kulukas;
- riikide rahasüsteemid ei ole enam kullaga otseselt seotud ning selle hind on ebastabiilne;
- Eesti rahasüsteem on rajatud valuutakomitee põhimõtetele ning keskpanga tegevuse rahastamise allikaks on tulu kattevara investeerimisest kindlatesse finantsaktivatesse. (Hagelberg, 2007)

Alles jäänud 200 kilo kulda moodustab tänapäeval 0,2% Eesti kogureservist, mis on 11 korda vähem kui Leedul ja 18 korda vähem kui Lätil. (Tuul, 2007)

Kuigi kulla rolli riigi reservvarana ei peeta enam nii tähtsaks, tuleb tunnistada, et esimese Eesti Vabariigi varade sailimist soodustas just kulla suur osatähtsus, kuna see on teiste varadega võrreldes vahem likviidne ja seetõttu on seda kergem kaitsta. (Hagelberg, 2002)

### ***3.2. Kulla eelised investeerimisvarana***

Kulda investeerimine katab laia spektri alates ühe kuldmündi ostust eraisiku poolt kuni fondidega spekulatsioonide ja valitsusorganisatsioonide investeringuportfellide koostamiseni, mis võivad ulatuda kuni 100 või enama tonnini. Investeerimiskäitumine varieerub samuti regioonide lõikes märkimisväärselt: Aasias võib see olla füüsiline varude täiendamine, Euroopas hoitakse kulda väärismetallikontodel või moodustab see osa investeerimisportfelli erapangas.

Mõni aeg tagasi suundus füüsilisse kulda investeerimine Aiasse, kus kõigepealt Taiwan ja seejärel Jaapan kogesid märgatavat müügi tõusu ning seejärel liitusid nendega veel Tai, Vietnam ja Hiina, tähistamaks uut avastust rikkuse suurendamiseks. püsivam on ostuhuvi Jaapanis, seda soodustab kulla akumulatsiooniplaan, mille on kehtestanud mitmed pangad ning peaaegu hetkega tõstis seda 1995. aasta maavärin, kui paljud inimesed kaotasid majade hävimise tõttu kodus olnud sularaha, kuid kuuldes, et kuldmüntidega ei juhtunud midagi, hakkasid kulda ostma.

Tänapäeval omatakse kulda peamiselt kahel põhjusel: paberraha ebastabiilsuse ning kulla hinna kasvu tõttu. Nõudlus füüsilise kulla kui juveelimeterjali järele moodustab parimal võimalikul juhul hinna vundamenti; investorite nõudlus või selle puudumine mõjutab hinna tõusu ja langust. Investorite huvi kulla suhtes on alates 1971, aastast tõusnud, sest esmakordselt ajaloos on kulla hind muutuv, mitte fikseeritud – nii et soovi korral on võimalik kulda investeerides raha teenida või kindlustada selle abil oma investeeringuid. (Green, Russell, 1997)

### 3.2.1. Füüsilise kulla eelised

Kulda investeerimise puhul soovitatakse kõigepealt füüsilist kulda, kuna kulla aktsiad on eelkõige siiski aktsiad ning sellega kaasnevad teatud riskid ja probleemid. Kulla aktsiad sõltuvad samuti aktsiaturu edukusest, börsikrahhi puhul langevad nad koos teiste aktsiatega olenemata kulla maailmaturu hinnast. Lisaks sellele võivad kulla aktsiate väärtust vähendada kaevanduse ja kaevanduskompaniidega seotud probleemid. See-eest füüsiline kuld ei sõltu kellegi või millegi edust ega riski kellegi eksimusega. (Kosares, 2007)

Lisaks sellele on füüsilisse kulda investeringul ka teisi eeliseid:

- **Anonüümsus.** Keegi ei tea inimese kulla omamisest (ei riik ega varas) ning investor ei pea muretsema, et keegi hakkab tema raha „lugema“.
- **Mobiilsus.** Kullakange või münte saab vajaduse korral kaasas kanda ning otsa või müüa seal, kus parasjagu viibitakse.
- **Likviidsus.** Kulda saab osta ja müüa kogu maailmas, paljudes riikides on investeerimiskullaga kauplemine väga levinud.

- **Sõltumatus.** Aktsiaid saab müüa ja osta ainult siis kui börs on avatud, füüsilise kullaga saab teha tehinguid kogu maailmas igal ajal. (Haasma, 2007)
- **Maksuvabadus.** Euroopa Liidus on investeerimiskullaga kauplemine käibemaksuvaba ning kulla müügist saadud tulult ei võeta tulumaksu. (EL direktiiv 2006/112/EÜ)

### 3.2.2. Kuld investeerimisportfelli riski hajutajana

Investeering on raha paigutamine eesmärgiga teenida täiendavat tulu. Samas suurema tulususega käib tavaliselt kaasas ka kõrgem risk (olenevalt väärtpaberist - turu-, likviidsus-, valuuta-, ettevõtte, poliitiline vm. risk). (Nurga, 2007)

Riski hajutamiseks jaotatakse varad mitmete investeerimisvõimaluste vahel: erinevad aktsiad, võlakirjad, sularahahoiused ja ka kuld. Tavaliselt soovitatakse hoida kullas 5 – 80% investeerimisvaradest, olenevalt mis riske peetakse kõige tõenäolisteks. Peale tavaliste väärtpaberitega kaasnevate riskide kaitseb kuld portfellis ka valuuta, millele need väärtpaberid toetuvad, delalveerimise ohu eest. Lisaks tasakaalustab see ka aktsiaturu tsüklilisust, kuna aktsiate langus tavaliselt langeb kulla hinna tõusuga kokku (joonis 5).

Miski ei mõju investeerimisportfellile halvemini kui inflatsioon ja deflatsioon. Ajalugu näitab, et kuld kaitseb inimest mõlema eest.

Kulla hind tavaliselt tõuseb, kui raha väärtus inflatsioonilistel perioodidel langeb. Deflatsiooniperioodidel, mil kõigi teiste kaupade hinnad langevad, jääb kulla hind üldjuhul samaks, seega kullaomaniku ostujõud jääb samaks või tõuseb. Analüütikud põhjendavad kulla hinna säilimist deflatsiooni ajal sellega, et see investeering elab üle ka massilise võlakohustuste täitmata jätmise, pangapaanika ning börsikrahhi, mis võivad deflatsiooni saata ning suurendada kulla nõudlust, mis omakorda tõstab kulla hinda.



Joonis 5. Dow Jonesi indeksi ja kulla suhe (viimased 200 aastat; World Gold Charts, 2008)

### 3.2.3. Kuld kriisi ajal

1994. aasta detsembris toimunud Mehhiko peso kokkuvarisemine on hea näide sellest, kuidas kuld kaitseb varandust kriisi ajal. Reaktsioonina valitsuse teatusele peso devalveerumisest tekkisid pankade uste taha pikad järjekorrad ja vahendusfirmadele kogunesid müügiorderid, kuna investorid püüdsid oma raha kätte saada enne asutuste sulgemist. Finantspaanika tulemusena langesid paljud väärtuspaberiturgudel välja, sest nende aktsiad olid nii järsult langenud. Inflatsioonimäär tõusis 50 protsendini, intressimäärad - 70 protsendini. Krediitkaartide ja teiste intressitundlike võlakohustuste omanikud olid hädas, kuna ei suutnud intressimakseid tasuda. Seevastu kulla hind tõusis umbes 1200 peesolt 2500 peesoni untsi kohta ning 1995. aasta jooksul ületas 3000 peeso piiri. (Kosares, 2007)

Suuremad maailmakriisid alates 1971. aastast ja kulla hinna käitumine nende ajal (joonis 6):

- 1971 – Bretton Woods süsteemi kokkuvarisemine – Dollari kriis: kulla hind tõusis aasta lõpuks \$35-lt \$45-le

- 1973 – nafta embargo – I nafta kriis: kuld tõusis 170 US dollarile
- 1979 – Iraani revolutsioon, Iraani-Iraagi sõda – II nafta kriis: 1980. aasta alguseks oli kulla hind \$850. Pärast mõne aastaga langes pea 300 USD-ni.
- 1981-1982 – Ladin- Ameerika majanduskriis: kuld tõusis \$500ni.
- 1987 – Börsikrahh – USD nõrgenemine al. 1986 – Must esmaspäev: kulla hind tõusis \$340-st (1986. keskel) kuni \$481-ni (19.10.1987)
- 1993 – Identifitseerimata kriis – maailmas levinud suure inflatsiooni kartus, kuigi ei olnud mingit konkreetset tõsist kriisi: kulla tõus 8 kuuga \$310 - \$405
- 2001 – WTC terroristide rünnak, 9/11 kriis: kulla hinna muutus ühe päevaga \$271 - \$287
- 2003 – Iraagi sõja algus: dets. 2002 – dets. 2003 kulla tõus \$320 - \$430
- 2007 – Krediidimull – USA kinnisvara kriis, maailma majanduse ebastabiilsus: kulla hind tõusis \$500-lt \$1000-ni (märts 2008)



Joonis 6. Kulla hind, 1970 – tänapäev (USAGOLD. 2008)

Sellest võib järeldada, et kuld on hea kaitsevahend kriiside puhul, kuna olenemata sellest, mis toimub teiste varade turgudel, kulla hind kasvab seda rohkem, mida suurem on kriis või selle ootused.

2001. aasta sündmised vallandasid kriisi, mis kestab tänapäevani ja mille tulemusena USA valuuta muutub aina nõrgemaks. Kuna kuld on ikka seotud US dollariga, võib eeldada, et kulla hinna kasv lähiaastatel jätkub. Kuid hinna muutus ei ole tingitud ainult USD langusest vaid ka kulla väärtuse kasvust, mida võib näha kulla ja teiste valuutade seosest (lisa 1). (Petrov, 2008)

### **3.3. Kullakangid ja kuldmündid Eestis**

Investeermiseks toodetakse kulda müntide või kangide kujul. Suurem osa erainvestorite käes olevast kullast on müntide kujul, seda eelkõige nende kaasaskantavuse ja likviidsuse tõttu ning selle pärast, et vermitud müntidel on standartiseeritud kaal ja puhtuse näitaja, mida omanikud võivad usaldada, kuna neil on väljaandva riigi garantii. Nendele müntidele on graveeritud valmimisaasta ning kvaliteedinäitaja, mis muudab kauplemise lihtsamaks. Neid saab osta ja müüa üle maailma ning on lihtne ära tunda.

Euroopa Liidus loetakse investeerimiskullaks kange ja tahvleid prooviga vähemalt 995 ning münte, mille kulla proov algab 900st. (EL direktiiv 2006/112/EÜ) Üldiselt eelistakse 1-untsiseid kuldmünte (1 oz = 31, 1034768 g ), see on kõige levinum ja mugavam viis omada kulda, kuna 1 oz suuruste müntide järele on turul kõige suurem nõudlus.

Enamik kuldmünte sisaldab ühe untsi puhast kulda, kuid mõned on ka sulamid. Puhtus näitab puhta kulla osakaalu 1000 osas - näiteks puhtus 916.7 tähendab, et puhast kulda on 91,67 protsenti. Mündil märgitud kaal näitab üldjuhul mündis sisalduva puhta kulla kaalu – näiteks 1-untsine LAV Krugerrand, mis on puhtusega 917, sisaldab 1 untsi puhast kulda ja kaalub rohkem kui 1 unts, nimelt ~1.09 untsi, kuna seal on veel lisaks 83 tuhandikosa muid metalle.

Koos standartsete 1-untsiste müntidega toodab suurem osa mündivalukodasid ka suuremate ja väiksemate nominaalväärtustega kuldmünte. Kuna mündi tootmiskulud on peaaegu samad sõltumata mündi suurusest, siis mida väiksem münt, seda suurem on selle juuredehindlus untsi kohta. (Kosares, 2007)

### 3.3.1. Eestis saadavad tänapäevased investeerimismündid

Tänapäeva kuldmündid on enamasti 999 prooviga (ehk 99.9% kulda), kõige puhtamad on 999.99 prooviga. Proov on nii kõrge, kuna need mündid ei ole mõeldud käiberahaks, kuigi on väljaandva riigi seadusliku maksevahendi staatusega (igale mündile on graveeritud selle nimiväärtus, kuigi see ei peegelda mündi tegelekku väärtust võrreldes kulla hinnaga, mis on tavaliselt palju kõrgem).

Esimene seadusliku maksevahendina tänapäeval maailmas tuntust leidnud kuldmünt oli **Lõuna-Aafrika Krugerrand**. Seda hakati tootma 1970. aastal ning tänaseks on see maailmas enimmüüdud kaasaegne kuldmünt (vermitud umbes 54 miljonit tükki). Mündi nimi on tulnud sellest, et esiküljel on kujutatud LAV endise presidendi Paul Krugeri portree; Krugerrandi eripara on selles, et sellel puudub nimiväärtus.

LAV Krugerrandi proov on 917 ning neid on saadaval suuruses 1 oz, 1/2 oz, 1/4 oz, ja 1/10 oz.

Krugerrandi esimene konkurent oli **Kanada Maple Leaf**, mida hakati tootma 1979. aastal. Maple'id on kulla prooviga 999,9 ning on saadaval viies eri suuruses: 1 oz, 1/2 oz, 1/4 oz, 1/10 oz ja 1/20 oz.

1989. aastal üks maailma vanimaid verimiskodasid Austria Rahapada Viinis hakkas tootma **Austria Philharmoniker**’i. Mündi disain on pühendatud Viini Filharmoonikutele, ühele maailma hinnatuimale orkestrile; Philharmonikeri ainulaadsus on selles, et seda on vermitud kahe erineva valuuta vääringuga: 1989-2001 oli mündi nimiväärtus šillingutes ning alates 2002. aastast - eurodes.

Philharmonikeri münte valmistatakse 999.9 prooviga kullast neljas erinevas suuruses – 1 oz, 1/2 oz, 1/4 oz ja 1/10 oz.

1986. aastal laskis Ameerika Ühendriikide mündivalukoda välja **USA Eagle**’i, mis on vermitud 917 prooviga kullast neljas suuruses: 1 oz, 1/2 oz, 1/4 oz ja 1/10 oz.

USA Rahapaja uus toode on **Ameerika Buffalo**, mis tuli välja 2006. aastal. Münte toodetakse ainult 1-untsises suuruses ja need on ainsad USA Rahapaja poolt vermitud mündid, mille kulla proov on 999.9.



Populaarsed kaasaegsed mündid on Hiina Panda ning Austraalia Lunar ja Nugget, millel on potentsiaal omandada ajapikku numismaatiline väärtus ja seega ka kulla turuhinnast märksa kõrgem hind.

**Austraalia Nugget**`eid tutvustati esmakordselt 1987. aastal. Selle nimetus („kamakas”) tähistas kuulsate Austraalia kullakamakate leide, mündi kujundust muudetakse igal aastal (v.a. 2 oz, 10 oz ja 1 kg). Nugget on üks maailma populaarsemaid investeerimismünte oma kõrge kvaliteedi ja soodsa hinnataseme tõttu, lisaväärtust annavad kahetooniline matt disainiefekt ja plastmassist kapslid iga mündi jaoks.

**Austraalia Lunar**`i kujundamisel on igal aastal alates 1996 kasutatud üht 12-st Hiina kalendri loomast. 2007. aasta suvel lõppes Lunarite esimese sarja müntide tootmine. Kuna üheuntsiseid münte toodeti igat seeriat (konkreetsel loomapildiga) maksimaalselt 30 000 tükki, siis juba varem olid piiri saavutamise tõttu tootmisest maha võetud Draakoni (2000), Hobuse (2002) ja Mao (2001) aasta mündid, mille hind oli juba 2007ks aastaks 15 – 50% kõrgem kulla hinna alusel müüdavate müntide hinnast.

Alates 2008. aastast toodab The Perth Mint uut 12-aastast Lunari kuldmündiseeriat ning 1996 – 2007. aastatel toodetud mündid on saadaval järelturul.

Nii Nuggeti kui ka Lunari proov on 999,9. Nuggeteid vermitakse 1/20 oz, 1/10 oz, 1/4 oz, 1/2 oz, 1 oz, 2 oz, 10 oz ja 1 kg suurustes. Lunareid valmistati 1999. aastani neljas suuruses – 1/20 oz, 1/10 oz, 1/4 oz ja 1 oz, 2000. aastal lisandusid 2 oz, 10 oz ja 1 kg ning 2004. aastal 1/2 oz kuldmünt.

1982 lasi **Hiina** välja esimesed **Panda** kuldmündid. Kuldseid Pandamünte peetakse ainulaadse teema ning kauni ja keeruka kujunduse tõttu maailma elegantseimateks müntideks. Igal aastal lastakse uue kujundusega münt, mis teeb neid nõutud kaubaks ka järelturul. Panda münte vermitakse suhteliselt vähe (ligikaudu 150 000 tükki aastas), mistõttu kulla hinna alusel müüakse ainult käesoleva aasta münti.

Hiina Pandat vermitakse 99,9% puhtast kullast seitsmes suuruses: 1-kilone, 5-untsine, 1-untsine, 1/2-untsine, 1/4-untsine, 1/10-untsine ja 1/20-untsine (10-nenda aastapäeva puhul lasti 1991 a. välja 10 5-kilost Panda kuldmünti). (Kuldmündid investeerimiseks, 2008)

### 3.3.2. Ajaloolised ja numismaatilised kuldmündid

1871. aastal otsustasid Šveits, Prantsusmaa, Belgia ja Itaalia standardiseerida oma kuldmüntide kaalu ja nimiväärtuse, et nad saaksid kaubelda ühtse nominaalväärtuse alusel ning leppisid kokku 20-frangise kuldmündi peale, mis sisaldab 0,1867 untsi puhast kulda. Iga riik tootis münte, mis peegeldasid nende enda unikaalset päritolu ja ajalugu ning olid kuni 1930ndate keskpaigani Euroopa kaubanduse selgrooks.

Ajaloolised enne 1933. aastat välja antud kuldmündid pakuvad hea võimaluse inimestele, kes soovivad omada kulda ja kasutada samal ajal numismaatilise investeringu eeliseid, sest piiratud pakkumise ja kasvava nõudluse tõttu on neil müntidel varjatud potentsiaal numismaatiliste esemetena eeldades, et pakkumine peaks kunagi otsa lõppema. Praegu müüakse neid veel kulla hinna alusel, võrdsel hinnatasemel uute kuldmüntidega.

Üldjuhul on ajalooliste kuldmüntide proov 900, kuna käibel olevate müntidena pidid nad olema vastupidavad.

Eestis saada olevad ajaloolised kuldmündid:

- **Austria Ducat**, mida lasti välja juba 1612, hilisem korrapärane väljalase oli 1914 ning kõik Ducatid, mille väljalaskeaastana on märgitud "1915", on vermitud hiljem kasutades originaalvorme.
- **Belgia Leopold II**. Neid münte on välja lastud kahte erinevat tüüpi: esimest tüüpi toodeti aastatel 1867-1870 ja teist tüüpi aastatel 1870-1882.
- **Itaalia Umberto I**: nimiväärtus 20 liiri.
- **Itaalia Victor Emmanuel II**: nimiväärtus 20 liiri.
- **Mehhiko** lasi 50-peesost kuldmünti välja 100-aastase iseseisvuse auks, vermiti aastatel 1921-1947 ning 1949-1972.
- **Prantsuse Ceres**: vermiti 1849-1851.
- **Prantsuse Genius**: lasti välja kolmel perioodil – 1848-1849, 1871-1898 ja 1899-1906.
- **Prantsuse Marianne ja Kukk** (ka Prantsuse kuld Kukk): toodeti aastatel 1898-1914. Eriti haruldasteks peetakse esimestest aastatest säilinud münte.
- **Prantsuse Napoleon III**: vermiti aastatel 1861-1870.
- **Saksa Wilhelm II**: nimiväärtus 20 marki.

- **Suurbritannia Victoria looriga:** proov 916, vermitud 1893 – 1901.
- **Šveitsi Vreneli** (ka Vrenelli): vermiti 1897-1935 ja uuesti 1947-1949.
- **Taani Christian X:** 10 ja 20-kroonised mündid, vermiti aastail 1913-1917.
- **Tsaari-Vene Nikolai II:** populaarsed kolleksionääride ja investorite seas, kuna paljud neist kadusid Oktoobrirevolutsiooni, Teise maailmasõja ja kommunismiajastu ajal. 5-rublased kuldmündid lasti välja aastatel 1897-1911 ning 10-rublased 1898-1911. 7,50- ja 15-rublased haruldased kuldmündid lasti välja ainult aastal 1897.
- **Tuneesia:** 20sed frangid pärinevad ajast, mil Tuneesia kuulus Prantsusmaale (1891-1960).
- **Ungari Franz Joseph I:** nimiväärtus 8 forintit / 20 franki.
- **USA Double Eagle:** 20- dollarilised, vermiti aastatel 1849-1933.

(Kuldmündid investeerimiseks, 2008)

Numismaatika tänapäeval ei tähenda lihtsalt vanade ja haruldaste müntide uurimist ja kogumist. See on muutunud peeneks investeerimisvahendiks ja majandusliku kindlustamise võimaluseks, millega on seotud paljud inimesed. Siiski ei sobi numismaatika igale investorile, kuna need mündid ei pruugi hädaolukorras kiiresti realiseeritavad olla. (Kosares, 2007)

Eestis võib saada lisaks järelturul olevate Hiina Pandade ja Austraalia Lunarite veel järgnevaid numismaatilisi kuldmünte:

- **Marco Corner 1365-1368**
- **Rooma Brutus 44 – 42 e.Kr.** mündid on säilinud rikkumata kujul, kuna nad maeti kohe peale verimist maha.
- **Eesti olümpiavõitjate kuldmünt:** lastud välja 2004. aastal kogutiraažiga 5000 tükki. Kulla proov on 999,9; igal mündil on kaasas unikaalse seerianumbriga sertifikaat.

(Numismaatiline kuld, 2008)

### 3.3.3. Kullakangid

Tavaliselt soovitatakse investoritel hoiduda kullakangidest. Kuigi vahendustasud ja juurdehindlused on kangidel veidi väiksemad kui müntidel, ei ole need nii likviidsed, kuna on kergemini võltsitavad võrreldes müntidega. (Kosares, 2007)

Investeerimine kangidesse ehk plaatidesse enamasti tähendab, et soovitakse panustada kulla hinna muutustesse lühikese perioodi jooksul. Kõige soodsamad on 100-grammised ja suuremad plaadid, väiksemad on natuke suuremate tootmiskuludega.

Enamus kuldplaatide liigitatakse kaheks tüübiks sõltuvalt nende tootmise meetodist: valatud või vermitud. Valatud plaatide puhul valatakse sulatatud kuld spetsiaalsesse vormi ja hiljem pressitakse tähised sisse. Vermitud plaadid valmistatakse kulla toorikutest, kujundid tehakse toorikule eriliste vermimispressidega.

Eestis pakutakse Šveitsi tootja PAMP Suisse kuldplaatide. PAMP sümbolika kuld on aktsepteeritud kulla kauplemise poolt kogu maailmas, kuna kvaliteet on üks maailma hinnatuimaid.

**Valatud plaatidile** on sisse pressitud tootja PAMP Suisse logo, plaadi suurus, kulla sisaldus ja unikaalne seerianumber, igal plaadil on ka oma kulla sertifikaat. **Vermitud** kangidest on saadaval **Fortuna** kangid suurustes 1g; 2,5g; 5g; 10g; 20g; 50g ja 100g. (Kuldplaadid investeerimiseks, 2008)

## Kokkuvõte

Käesoleva bakalaureusetöö üheks eesmärgiks oli selgitada kulla seost maailma majanduses toimuvate protsessidega. Lähtudes töö tulemustest võib järeldada, et kuld on sajandeid mänginud olulist rolli maailma kaubanduses ja monetaarpoliitikas ning tänapäeval on investeerimiskulla nõudlus ja hind otseselt seotud maailma majanduse olukorraga.

Teiseks eesmärgiks oli analüüsida kulda kui investeerimisvara ning tuua välja selle eeliseid. Analüüsi tulemusena selgus, et investeerimiskuld on hea investeerimisvara nii portfelli osana kui ka omaette, seda eriti majanduse ebastabiilsuse perioodidel.

Kuna nii maailma kui ka Eesti majanduses toimuvad muudatused viitavad olukorra halvenemisele, võib eeldada, et kuld muutub aina nõutumaks investeerimisvaraks, mis kajastub ka selle hinnas maailmaturul.

GFMS'i analüütikud prognoosivad kullainvesteeringutele väga positiivset kliimat, mis peaks jätkuma ka 2009. aasta jooksul. Arvestades jätkuvat krediidikriisi turul, tõusvat inflatsiooni ja kõrget poliitilist pinget võib eeldada, et investorid viivad kulla uuele rekordtasemele juba sellel aastal või 2009. aasta alguses.

## Kasutatud kirjandus

2006. aastal Eesti majanduskasv kiireim. 2007. Eesti Statistika. <http://www.stat.ee/18618> [16.05.2008]

2007. aastal Eesti majanduskasv aeglustus. 2008. Eesti Statistika. <http://www.stat.ee/19140> [16.05.2008]

Aasmäe, A. 2008. Mullu sündis tavatult palju mitmikuid. – *Maaleht* (online), 10. jaanuar. <http://www.maakodu.ee/index.php?page=&grupp=artikkel&artikkel=11265> [17.05.2008]

Bernstein, P. 2005. Kula võim. Tallinn: Olion.

Bonner, B., Wiggin, A. 2007. Võla impeerium. Eepilise finantskriisi tekkimine. Tallinn: Balti raamat.

Central bank agreements on gold. 2008. World Gold Council. [http://www.reserveasset.gold.org/central\\_bank\\_agreements](http://www.reserveasset.gold.org/central_bank_agreements) [15.04.2008]

CIA. The World Factbook. Rank Order - GDP - per capita (PPP). <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2004rank.html> [12.05.2008]

Demand and supply. 2006. World Gold Council. [http://www.invest.gold.org/sites/en/why\\_gold/demand\\_and\\_supply/](http://www.invest.gold.org/sites/en/why_gold/demand_and_supply/) [15.04.2008]

Eelmise aasta riigieelarve tulud ületasid kulusid 5,2 miljardi krooni võrra. 2007. Riigi Raha Veeb. <http://riigieelarve.fin.ee/?id=10576> [16.05.2008]

Eesti - 2007. aasta artikkel IV konsultatsioon. 2007. RVFi delegatsiooni lõplik avaldus. [http://213.180.8.164/pub/et/majandus/IMF/\\_20070514.html](http://213.180.8.164/pub/et/majandus/IMF/_20070514.html) [14.05.2008]

Eesti 2007. aasta esialgse maksebilansi kommentaar. 2008. Eesti Pank. [http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/mb\\_lyhi/2008/mblyhi\\_407.pdf](http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/mb_lyhi/2008/mblyhi_407.pdf) [16.05.2008]

Eesti maksebilansi aastaraamat 2006. 2007. Eesti Pank. [http://213.180.8.164/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/mbaasta/\\_2006/fullbop06.pdf](http://213.180.8.164/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/mbaasta/_2006/fullbop06.pdf) [14.05.2008]

Eesti rahapoliitika. Rahapoliitika korraldus ja senised kogemused. 1996. Eesti Pank. [http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/aastaruanne/\\_1996/ptk04.html?objId=539920](http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/aastaruanne/_1996/ptk04.html?objId=539920) [18.05.2008]

- EL Nõukogu direktiiv 2006/112/EÜ, mis käsitleb ühist käibemaksusüsteemi. 2006. Euroopa Liidu Teataja. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:347:0001:0118:ET:PDF> [30.04.2008]
- Ellam, H. 2008. Eesti Pank ennustab mõnedele peredele halbu aegu. – *Ärileht* (online), 16. aprill. <http://www.arileht.ee/?majandus=425912> [17.05.2008]
- Eomois, P. 2007. Veel kord vaesusest ja ebavõrdsusest. – *Eesti Päevaleht* (online), 24. juuli. <http://www.epl.ee/artikkel/393983> [18.05.2008]
- Euro kasutuselevõtu aruanne. 2008. Eesti Pank. [http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/euroyle/euroedu\\_2008.pdf?objId=1071491](http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/euroyle/euroedu_2008.pdf?objId=1071491) [14.05.2008]
- Global output dips to an eleven-year low as South African production nosedives, though global production set to remain stable in 2008. 2008. GFMS. Publication of Gold Survey 2008. [http://www.gfms.co.uk/Press%20Releases/GS08\\_Mine\\_Production.pdf](http://www.gfms.co.uk/Press%20Releases/GS08_Mine_Production.pdf) [04.05.2008]
- Gold Production History. 2008. GOLDSHEET Mining Directory. <http://www.goldsheetlinks.com/production.htm> [04.05.2008]
- Green, T., Russell, D. 1997. The Gold Companion. The A – Z of Mining, Marketing Trading and Technology. London: Rosendale Press.
- Haasma, L. 2007. Paiguta osa vara kulda. – *Kullaleht*, 2.
- Hagelberg, R. 2002. Raha meie elus. Mõtisklusi ja tähelepanekuid. Tallinn: Eesti Pank.
- Hagelberg, R. 2007. Rahaasjadest ja riigi rollist nende korraldamisel. Tallinn: Eesti Pank.
- Higher CBGA sales drive net official sector sales up by nearly a third in 2007. 2008. GFMS. Publication of Gold Survey 2008. [http://www.gfms.co.uk/Press%20Releases/GS08\\_OS.pdf](http://www.gfms.co.uk/Press%20Releases/GS08_OS.pdf) [04.05.2008]
- Kalamees, K. 2008. Peretoetuste suurenemine löögi all. - *Postimees* (online), 14. aprill. <http://www.postimees.ee/140408/esileht/siseuudised/323659.php> [17.05.2008]
- Koch, T., Kuus, A., Koorits, V. 2008. Ekspert ennustab tänavu sündimuse kasvu, seejärel aga taas langust. – *Postimees* (online), 7. jaanuar. <http://www.tarbija24.ee/230208/esileht/siseuudised/304775.php> [17.05.2008]
- Kosares, M. 2007. Kulla investeerimise põhitõed. Tallinn: Balti raamat.
- Kuldmündid investeerimiseks. 2008. Tavid/Tavex. <http://tavid.ee/index.php?main=16> [10.05.2008]

- Kuldplaadid investeerimiseks. 2008. Tavid/Tavex. <http://tavid.ee/index.php?main=17> [10.05.2008]
- Leimus, I., Ereht, P., Laar, M ja Sakk, I. 2006. Eestlase raha läbi aegade. Tallinn: Eesti Ekspressi Kirjastus.
- Maastrichti kriteeriumid. 2005. Euroveeb. [http://euro.eesti.ee/EU/Prod/Euroveeb/Avaleht/Vasakmenueue/Euro\\_igusraamistik/14\\_211205\\_Maastricht.jsp](http://euro.eesti.ee/EU/Prod/Euroveeb/Avaleht/Vasakmenueue/Euro_igusraamistik/14_211205_Maastricht.jsp) [18.05.2008]
- Major changes in central bank reported reserves 1990 - 2007. 2007. World Gold Council. [http://www.gold.org/assets/file/value/stats/statistics/pdf/Major\\_changes\\_in\\_central\\_bank\\_holdings\\_2007.pdf](http://www.gold.org/assets/file/value/stats/statistics/pdf/Major_changes_in_central_bank_holdings_2007.pdf) [15.04.2008]
- Mandaro, L. 2008. China pushes to top as world's largest gold miners. Foreign producers break ground as gold prices rise. – *Market Watch* (online), 17. jaanuar. <http://www.marketwatch.com/news/story/story.aspx?guid=%7B8C528CE8%2D0262%2D485D%2DACEB%2D2247D18282CB%7D&siteid=rss> [04.05.2008]
- Mayer, T., Duesenberry D. ja Aliber R. 1993. Raha, pangandus ja majandus IV. Tallinn: Eesti Majandusjuhtide Instituut.
- Mullu rahvaarvu vähenemine aeglustus. 2008. Eesti Statistika. <http://www.stat.ee/19026> [17.05.2008]
- Mullu töötus vähenes. 2008. Eesti Statistika. <http://www.stat.ee/18938> [17.05.2008]
- Mäggi, J. 2007. Kroon devalveerub niikuinii. - *Postimees* (online), 13. märts. <http://www.postimees.ee/130307/esileht/majandus/249647.php> [18.05.2008]
- Numismaatiline kuld. 2008. Tavid/Tavex. <http://tavid.ee/index.php?main=457> [10.05.2008]
- Nurga, A. (toim.). 2007. Investeerimise teejuht. Tallinn: Äripäev.
- Passila, E. 2006. EL ei kinnita Eestile euro kurssi 15,64. - *Äripäev* (online), 1. juuni. [http://ap3.ee/Default2.aspx?PaperArticle=1&code=3238/arv\\_kolumn\\_323801](http://ap3.ee/Default2.aspx?PaperArticle=1&code=3238/arv_kolumn_323801) [18.05.2008]
- Passila, E. 2008. Kõva krooni poliitika on ohtlik. - *Äripäev* (online), 21. aprill. [http://ap3.ee/Default2.aspx?PaperArticle=1&code=3928/arv\\_kolumn\\_392801](http://ap3.ee/Default2.aspx?PaperArticle=1&code=3928/arv_kolumn_392801) [18.05.2008]
- Petrov, K. 2008. Gold – Crises Analysis. Kulla seminari ettekande materjal.



Pinn, M., Reiljan, P. 2008. Valitsus pingutab püksirihma käigupealt. – *Äripäev* (online), 4. aprill. [http://ap3.ee/Default2.aspx?PaperArticle=1&code=3911/uud\\_uudidx\\_391109](http://ap3.ee/Default2.aspx?PaperArticle=1&code=3911/uud_uudidx_391109) [17.05.2008]

Rahapoliitika ja Majandus: Hetkeseis ja ettevaade 1/2008. 2008. Eesti Pank. [http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/ylevaade/2008\\_01/index\\_rpy1\\_08.html?objId=1072395](http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/ylevaade/2008_01/index_rpy1_08.html?objId=1072395) [14.05.2008]

Rahapoliitika. 2003. TÜ loengumaterjal R. Wrobeli “Euroopa majanduspoliitika alused” käsikirja põhjal. <http://www.mtk.ut.ee/doc/Loengumaterjal%20IV.doc>.

Rahapoliitiline ülevaade, märts 2007. 2007. Eesti Pank. [http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/ylevaade/2007\\_03/index\\_rpy3\\_07.html?objId=964566](http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/ylevaade/2007_03/index_rpy3_07.html?objId=964566) [14.05.2008]

Rahvastiku tervise arengukava 2008 – 2020. 2008. Sotsiaalministeerium. [http://www.sm.ee/est/HtmlPages/Rahvastikutervisearengukava2008-2020/\\$file/Rahvastiku%20tervise%20arengukava%202008-2020.pdf](http://www.sm.ee/est/HtmlPages/Rahvastikutervisearengukava2008-2020/$file/Rahvastiku%20tervise%20arengukava%202008-2020.pdf) [07.04.2008]

Saks, K. 2007. Rahvastik on prioriteet, mitte paratamatus. <http://www.katrinsaks.ee/sisu.php?content=arhiiv&menu=amotte&aast=2007&valik=ar280907b#algus> [17.05.2008]

Salvatore, D. 1991. Rahvusvaheline majandus IV. Tallinn: Eesti Majandusjuhtide Instituut.

Sutt, A. 2008. Eesti majanduse väljavaated 2008. [http://www.bankofestonia.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/koned/varasem/\\_2008/\\_20080208.html?objId=1031036](http://www.bankofestonia.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/koned/varasem/_2008/_20080208.html?objId=1031036) [14.05.2008]

Tahlfeld, K. 2007. Ettevaatust: Rootsi D-päev võib korduda Eestis. - *Äripäev* (online), 9. november. <http://www.ap3.ee/Default2.aspx?ArticleID=ff024ec3-95d8-4e5d-8ea4-dbc0fc13469e> [18.05.2008]

The monetary history of gold. 2008. World Gold Council. [http://www.reserveasset.gold.org/monetary\\_history](http://www.reserveasset.gold.org/monetary_history) [15.04.2008]

Timpmann, K. 2004. Euroopa majandus- ja rahaliit. TÜ materjal. [http://www.mtk.ut.ee/doc/EMU\\_konspekt\(Kadi\).DOC](http://www.mtk.ut.ee/doc/EMU_konspekt(Kadi).DOC).

Trasberg, V. 2007. Aasia kriis ja Eesti – 10 aastat hiljem. - *Eesti Päevaleht* (online), 26. juuli. <http://www.epl.ee/artikkel/394208> [18.05.2008]

Tur, D., Viilmann, N. 2008. Tööturu ülevaade. Eesti Panga rahapoliitika osakond. [http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/tooturu/tooturg\\_308.pdf](http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/tooturu/tooturg_308.pdf) [15.05.2008]

- Tuul, H. 2007. Eesti on kullavaene. - *Äripäev* (online), 2. oktoober.  
[http://ap3.ee/Default2.aspx?PaperArticle=1&code=3726/uud\\_uudidx\\_372605](http://ap3.ee/Default2.aspx?PaperArticle=1&code=3726/uud_uudidx_372605) [18.04.2008]
- Uusen, K. 2007. Pigistav majandusseis ähvardab uuel aastal pikendada töötute ridu. - *Postimees* (online), 11. detsember.  
<http://www.postimees.ee/220208/esileht/majandus/300733.php> [17.05.2008]
- Vedler, S. (A).2007. Eesti Pank ei taga kõikide kroonide väärtust. – *Eesti Ekspress* (online), 29. november.  
<http://paber.ekspress.ee/viewdoc/58D9E692207BD6CEC22573A00054D54F> [18.05.2008]
- Vedler, S. (B).2007. Me ise tõmbame endale vee peale. – *Eesti Ekspress* (online), 22. märts. <http://paber.ekspress.ee/viewdoc/5928BE85CEEA82AEC22572A400655233> [18.05.2008]
- Ülevaade Eesti majanduse viimastest arengusuundumustest. 2008. Eesti Pank.  
<http://www.bankofestonia.info/print/et/ylidine/press/kommentaariid/Arhiiv/ 2008/ 202.pdf> [14.05.2008]

## Lisad

*Lisa 1. Kulla hind erinevates valuutades 1971 – 2007*



Kulla hind USD/Oz (London PM fikseering)



Kulla hind EUR/Oz (London PM fikseering)



Kulla hind JPY/Oz (London PM fikseering)



Kulla hind GBP/Oz (London PM fikseering)



Kulla hind ZAR/Oz (London PM fikseering)



Kulla hind AUD/Oz (London PM fikseering)



Kulla hind CAD/Oz (London PM fikseering)



Kulla hind IDR/Oz (London PM fikseering)

Allikas: World Gold Council, 2008