



Euroopa Keskpanga võitlus inflatsiooniga

Nr 15

22.11.2022

Nii euroala tervikuna kui ka Eesti majanduskeskkond toimetavad alates 2022. aastast täiesti uutes oludes. Sõda Ukrainas, energiakriis ja pikaajaline raha juurdevool maailmaturgudele on tekitanud kiire intressimäärade tõusu Euroopa Keskpanga poolt. Novembri alguses käis Eestis Euroopa Keskpanga president Christine Lagarde, et anda omapoolseid selgitusi niivõrd otsusekindlatele intressipoliitika meetmetele. Teemaleht käsitleb asjaolusid, mis annavad selguse küsimustele, kui kaua ja kui kiiresti need abinõud Eesti oludes toimima hakkavad ning millised on olnud rahvusvaheliste organisatsioonide (IMF, OECD) soovitusel EL-i riikidele oma eelarvete koostamiseks uues majandusolukorras.

Pikaajalise hinnatõusu probleemid

Püsiva inflatsiooni keskkonnas vähendavad ebaühtlaselt tõusvad hinnad paratamatult osa tarbijate ostujõudu ja see reaalsissetuleku vähenemine on mõistetavalt inflatsiooni suurim kulu. Inflatsioon moonutab aja jooksul ka fikseeritud intressimäärade saajate ja maksjate ostujõudu.

Euroala inflatsioon on Euroopa Keskpanga (EKP) seisukohalt liiga kiire ja kõrge, jõudes käesoleva aasta oktoobris esimest korda kahekohalise numbrini. Eestis on inflatsioon tõusnud aastases võrdluses lausa 25%-ni. Meie ees seisvate šokkide kombinatsioon – sõda, energiakriis, katkenud tarneahelad, nõudluse ümberjaotamine – tähendab, et tarbijahinnaindeksiga (THI) mõõdetav inflatsioon püsib tõenäoliselt mõnda aega keskpanga seatud eesmärgist (2–3%) kordades kõrgemal. Lühikest aega kaasnes kõrge inflatsiooniga madala, vahepeal ka negatiivse, laenuintressi periood, kui kommertspangad laenuandjatena olid selges miinuses.

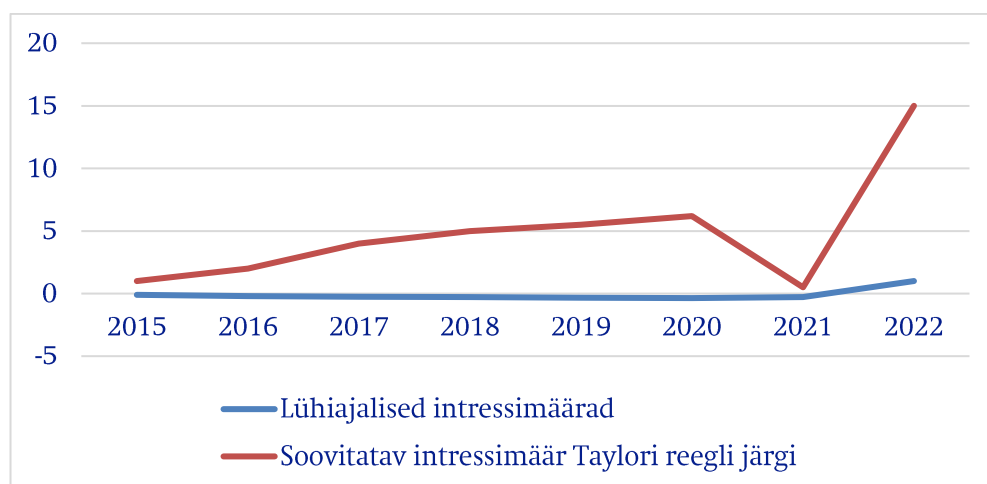
Sellistel keerulistel ja vastuolulistel aegadel peavad keskpangad olema valmis tegema resolootseid otsuseid, et inflatsiooni uuesti alandada. Kõrgest hinnatõusu ootusest pikka aega kestev kõrge inflatsioon toob kaasa hullemaid tagajärgi, kui keskpanga abivahendina pakutud väga järsk intressitõus.

Christine Lagarde teatas oma hiljutisel visiidil Eestisse, et praegu seisavad EL ja euroala silmitsi äärmiselt keerulise keskkonnaga, kus inflatsiooni juhivad lisaks hinnatõusu tavapärase ootuste mitmed erinevad šokid. Kuid keskpanga rahapoliitika määrab, kas need šokid viivad püsivalt kõrge inflatsioonini, mida ei tohi lasta juhtuda. Seetõttu peab keskpank tõstma intressimäärasid tasemele, mis tagaks euroalal 2%-lise keskmise inflatsiooni eesmärgi. Püüdes vastata küsimusele, kui kõrgele ning kui kauaks intressimäärasid tõsta, saab kasutada nn Taylori reeglit, mille pakkus välja Ameerika majandusteadlane John B. Taylor 1992. aastal.¹ See on üks levinud ja keskpankade kasutatav rahapoliitiline valem, mille eesmärk on kehtestada mõistlikud intressimäärad majanduse stabiliseerimiseks, säilitades samas pikaajalise majanduskasvu. Uuringud on näidanud, et arenenud riikide keskpankade tegevust võib selle reegli järgi ette ennustada. Taylori reegli idee aitab stabiliseerida riigi majandust, kehtestades muutuvast hinnakeskkonnas rahapakkumise suurendamise või vähendamise abil inflatsiooni ohjes hoidmiseks majanduskasvu toetava intressimäära. Lihtsustades võib väita, et intressid peavad inflatsioonist kõrgemal olema. OECD on oma viimases Eesti

¹ John B. Taylor (1993). *Discretion versus policy rules in practice* (lk 202 jj).

kohta tehtud majandusülevaates (ilmunud juunis 2022)² selle valemil abil näidanud, et intressimäärad oleks pidanud juba alates 2015. aastast olema vähemalt oma praegusel tasemel (vt joonis). Tõsi, arvestada tuleb, et keskpanga rahapakkumise meetmed toimivad enamasti vähemalt aastase ajalise lõtkuga ja inflatsiooni pidurdamiseks oleks Eestis ebareaalne oodata näiteks kuue kuu euribori kerkimist üle 10%. Teisalt see, mida praegu näeme, on keskpanga jõuline rahapakkumise pidurile vajutamine ja mõtteid saab vahetada ainult selle üle, kui tugevasti pedaalile vajutatakse. Nagu Lagarde lubas, tehakse seda niikaua, kui hinnatõusule päitsed pähe pannakse. Kui rahapoliitilised otsused mõjutavad majandust pikema viiteajaga, siis keskpankade kiire tegutsemise eesmärgiks on Lagarde'i sõnul pidurdada inflatsiooniootusi, mille osakaal moodustab umbes poole nominaalsest hinnatõusust. Täiendava efekti inflatsiooni pidurdamisele peaks andma Euroopa Keskpanga otsus oma bilansimahu vähendamiseks, ehk lihtsustatult öeldes majanduse ringluses oleva raha vähendamine.

Joonis. Tegelikud ja soovitatavad intressimäärad Eestis, 2015–2022



Allikas: OECD Analytical Database

Kuid see, mille Lagarde'i juhitava keskpanga rahapoliitika peab lõpuks saavutama, on lihtne: keskpank ei tohi lasta euroala ca 10%-lisel inflatsioonil kinnistuda. Intresside tõusuga on EKP võtnud endale kohustuse viia inflatsioon tagasi oma keskpika perioodi eesmärgini (2%) ja keskpank näeb vajaliku abinõuna kiire intressitõusu kaudu rahapakkumise järsku vähendamist. Mida kindlamad on EKP arvates tarbijate veendumused ja ootused, et inflatsioon taastub peatselt 2%-i tasemele, seda sujuvam on vahepealsetes intressimäärades peegelduvate kõrgete raha hindadega ja oluliselt kitsenenud laenuitingimustega kohanemisprotsess. Eesti kommertsbankad on oma sügisproгноosis juba ette arvestanud hiljemalt järgmise aasta kevadeks kuni 4%-ni kerkivate intressimääradega.

Esialgu jäävad aga nii inflatsioonitorajad kui intressimäärad Euroopas ja Eestis tavatult kõrgeks. Rahvusvaheline valuutafond (IMF) on sellel sügisel koostanud rea soovitusi, kuidas sellistes tingimustes peaks Euroopa Liidu riigid oma eelarveid kokku panema.

IMF-i soovitused Euroopa Liidu riikidele eelarve koostamiseks kõrge inflatsiooni tingimustes

Eelarvepoliitika osas oli IMF-il välja pakkuda kaks peamist sõnumit.³ Esiteks peaks riigieelarve kulude poole kokkuhoiupoliitika karmistamine 2023. aastal jätkuma. Põhjenduseks saab välja tuua selle, et nimetatud meede peab inflatsioonivastases võitluses töötama koos keskpankade rahapoliitikaga ja valitsused peavad uuesti üles ehitama eelarveruumi reservid, mille COVID-i kriis on ammendanud.

² OECD Economic Surveys: Estonia 2022 (lk 10 jj).

³ IMF (14.10.2022). [Transcript of October 2022 European Department Press Briefing](#).

Teiseks peab IMF-i soovitatud fiskaalpoliitika jätkama ka elukalliduse kriisiga (inflatsiooniga) tegelemist, kuid seda tuleb teha senisest tunduvalt tõhusamalt.

Peaaegu kõigis Euroopa riikides on valitsused juba vastu võtnud küllaltki drakoonilisi meetmeid, et pidurdada kõrgemate energiahindade ülekandumist kodumajapidamistesse ja ettevõtlusesse, piirates nende majanduslikke ja sotsiaalseid kulusid. Sellised meetmed peaksid siiski olema ajutised ja need peavad IMF-i arvates muutuma märksa sihipärasemateks, et tagada ühelt poolt toetusteks suunatavate fiskaalkulude juhitavus ja teiselt poolt, et energiahindade toetused soodustaksid esmajoonel energiatarbimise vähenemist.

Kasulik näide hästi sihitud meetmest on madala ja keskmise sissetulekuga leibkondade toetamine nende energiaarvete ajutise subsideerimise kaudu teatud ettemääratud aja jooksul. Tõhus alternatiiv on kõrgemate tariifide rakendamine suurema energiatarbimise korral, nagu mõned riigid on seda teinud. Kuigi selline lähenemine ei ole täielikult suunatud haavatavatele rühmadele, on see siiski parem valik kui laialdased hinnalaed riiklike tähtajatute toetuse sisseseadmise kaudu.

Selgitades, kui oluline on hästi sihitud lähenemisviis energiatoetuste puhul, toob IMF järgneva näite. 2022. aastaks oli leibkondade elukallidus kogu Euroopas tõusnud keskmiselt üle 7% kõrgemate energiahindade tõttu. Swedbanki sügise majandusproгноosi järgi tõusid Eestis leibkondade kulutused eluasemele enam kui neli korda rohkem, võrreldes toiduainete hinnatõusuga. IMF-i analüüs näitas, et 20%-i kodumajapidamiste energiakulutuste kompenseerimine läheks maksma keskmiselt 0,4% SKT-st, madalama sissetulekuga 40%-i leibkondade kompenseerimine aga ligi 1% SKT-st. Mõnede olemasolevate pakettide, sealhulgas väljakuulutatavate uute meetmete fiskaalkulud on aga nendest numbritest tunduvalt suuremad. Seega on ilmselgelt ruumi haavatavate tarbijarühmade toetamiseks madalamate kulude ja väiksema negatiivse mõjuga riigieelarvele.

Euroopa valitsused võivad olla ka palju tõhusamad ettevõtete toetamisel, kuna energiapuudus on Euroopa probleem ja seda on kõige parem käsitleda ühiselt, pidades silmas riikide võrdsete võimaluste tagamist ühtsel turul.

Lõpuks on Euroopa poliitikakujundajate jaoks endiselt oluline rakendada reforme, mis mitte ainult ei leevenda energiavarustuse piiranguid, vaid leevendavad ka pingeid tööturgudel, suurendavad tootlikkust ja majandussuutlikkust, sealhulgas kiirendades järgmise põlvkonna EL-i programmide rakendamist. Edaspidi tõstavad need meetmed majanduskasvu ja leevendavad inflatsioonisurvet.

Uus inflatsioonikeskkond

Kuna keskpangad on oma intressimäärade tõstmist kiirendanud, pole tõusutsükli lõpp enam kaugel. Eesti kommertspankade sügisproгноos on, et keskpanga baasintress saavutab haripunkti 3,50% juures selle aasta lõpuks ning Lääne-Euroopa keskpangad lõpetavad 2023. aasta alguses oma laenuintresside tõusutsükli umbes 2–3% juures. Kõrged energiahinnad ja kompenseerivad palgatõusud lükkavad inflatsiooni languse edasi. Pikaajaliste inflatsiooniootuste tagasihoidlik tõus viitab siiski vaid vähestele murele, et oleme sisenemas täiesti uude inflatsioonikeskkonda. See jätab praegu ruumi keskpanga intressimäärade langetamiseks Eesti kommertspankade prognoosisperioodi hilises osas.

Eesti olukord

Kommertspankad hindavad oma sügisproгноosides uues olukorras Eesti võimalusi veel suhteliselt rahuldavaks. Muret tekitab asjaolu, et majandussentiment⁴ (majandusliku kindlustunde ootused tulevikule) on järsult langenud, EL-i välisnõudluse nõrgenemine on vähendanud kaupade eksporti ja töötleva tööstuse toodangut, kodumajapidamiste ostujõu langus on aga järsult pidurdanud harjumuspärase jaekaubanduse kasvu. Üllatus on see, et intressid on esialgu kasvanud nii vähe ja et nende tõstmisega alustas Euroopa Keskpank nii hilja – alles selle aasta alguses. Kartes energiahindade edasist tõusu, teevad ettevõtted inflatsiooni seisukohalt halvimat ja tõstavad hindu juba ette. Kasvavad

⁴ Euroopa Komisjon (28.10.2022). [Economic sentiment indicator](#).

kulud, sealhulgas kõrgemad energiahinnad, samal ajal tarbijate nõudluse nõrgemine – kõik see avaldab survet ettevõtete likviidsusele ja langevale konkurentsivõimele. Rahandusministeerium⁵ leiab oma eelarve aluseks olevas suvises majandusprognoosis, et eratarbimist tervikuna suudetakse säästude kasutamise hinnaga hoida 2022. aastal küll napilt eelmise aasta tasemel, kuid mitte kõikidel leibkondadel ei õnnestu sundkulude katmise järel tarbida endises mahus ka mittehädapäraseid kaupu ja teenuseid. 2023. aastal tagasihoidlik reaalpala kasv taastub ning pensionitõus saab olema kiire (keskmine pension kasvab 18,3%), mis võimaldab rohkematel inimestel suurendada ka tarbimist. Investeeringud langevad 2022. aastal mulluse ühekordselt kõrge võrdlusbaasi tõttu, kuid neid pärsib ka ülikiire ehituse hinnatõus. Intressitõusu mõju investeeringutele saab Rahandusministeeriumi hinnangul olema loodetavasti tagasihoidlik ning surve energiatõhususe suurendamiseks toetab kapitalimahutust veel kaua. Eluasemeinvesteeringuid toetab lisaks eluasemevajadusele ka kinnisvara hinnatõus. Eelarvenõukogu Rahandusministeeriumi suvises majandusprognoosi eeldusi suures osas aga ei toeta, leides, et viimase aasta jooksul on inflatsioon Eestis kiirenenud, ületades järjepidevalt kõigi ennustajate (kommertspangad, Rahandusministeerium) ootusi. Oodatust kiirem hinnatõus tõstab nii valitsussektori tulusid kui ka kulusid võrreldes algsete plaanidega. Kui riigieelarve tulud suurenevad tarbimis- ja tööjõumaksude ülelaekumise näol kohe, siis inflatsiooni mõju kulude poolele avaldub täies mahus mõningase viitajaga. Seetõttu kujuneb ka käesoleva aasta eelarvepositsioon kiire maksulaekumise toel oodatust paremaks, ent inflatsioonist tingitud kulude kasv peaks peegelduma järgmiste aastate eelarvepositsioonis.

Kokkuvõte

Eesti riigieelarve pannakse sel aastal kokku uutes oludes, võrreldes 2007.–2008. aasta majanduskriisi järgse perioodiga. Majanduskasv aeglustub kiiresti, võrreldes viimase kümne aasta stabiilsusperioodiga. Koos majanduskasvuga aeglustub ka hindade kasv, kuid käeoleva aasta hinnašoki mõju kestab edasi. Kiire palgakasv jätkub, kuid sarnaneb paigaljooksuga, sest palga ostujõud langeb ka tuleval aastal. Tööpuudus suureneb, kuid siiski mõõdukalt, jäädes tuleval aastal alla 7–8%. Intressitõus suudab Euroopa Keskpanga arvates stabiliseerida inflatsiooni euroalal enne, kui see hakkab oluliselt piirama majanduse kasvuvõimalusi.

Toivo Mängel
nõunik
toivo.mangel@riigikogu.ee

Kasutatud allikad

- John B. Taylor. Discretion vs Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Policy Series on Public Policy 39 (1993, lk 195 – 214)
- OECD Economic Surveys: Estonia 2022
- IMF. Transcript of October 2022 European Department Press Briefing (14.10.2022)
- Euroopa Komisjon. Economic sentiment indicator (28.10.2022)
- Rahandusministeeriumi suvine majandusprognoos (23.08.2022)
- Swedpanga, Luminori ja SEB-panga sügisesed majandusprognoosid

Õigus- ja analüüsiosakond on Riigikogu struktuuriüksus, mis nõustab parlamendiliikmeid ja nende heaks töötavaid ametnikke. Käesolev teemaleht on koostatud osakonna algatusel. Autorid on valmis arutlema töö sisu üle ja kommentaarid on teretulnud.

⁵ Rahandusministeerium (23.08.2022). [Rahandusministeeriumi majandusprognoos](#).