

Eesti Pank
Bank of Estonia



EURO KASUTUSELEVÕTU ARUANNE

Jaanuar 2008

SISUKORD

KOKKUVÕTE	4
1. EESTI VALMISOLEK EUROLE ÜLEMINEKUKS	5
1.1. Euroalaväliste Euroopa Liidu riikide vastavus Maastrichti kriteeriumidele	5
1.2. Hinnastabiilsus	5
Eesti ei täida lähiaastatel inflatsioonikriteeriumi	7
1.3. Pikaajaline intressimäär	7
1.4. Stabiilne vahetuskurss	8
1.5. Riigi rahandus	9
1.6. Euro kasutuselevõtu õiguslikud nõuded	10
1.7. Euro kasutuselevõtu ajastus.....	10
2. EESTI AMETKONDADE KOOSTÖÖ EURO KASUTUSELEVÕTUKS	11
2.1. Euro kasutuselevõtu ettevalmistused Eestis	11
Riigisisene töökorraldus	11
Eesti Panga ettevalmistused	11
LISAD	13
1. Maastrichti inflatsioonikriteerium ja Euroopa Liidu laienemine	13
2. Vahetuskursi kriteeriumi täitmine hinnatasemete ühtlustumise perioodil	15
3. Sissetulekute ühtlustumine ja reaalsed intressimäärad ning nendest tulenevad valejärelused vahetuskursipoliitika kohta	17

KOKKUVÕTE

Eesti Pank kui Eesti raha hea käekäigu eest vastutav asutus soovib jagada avalikkusega Eesti Panga käsutuses olevat teavet Eesti valmisolekust üle minna Euroopa Liidu ühisraha eurole ning tutvustada oma seisukohti. Sel eesmärgil hakkasime 2007. aastal avaldama regulaarset „Euro kasutuselevõtu aruannet“. Käesolev aruanne on vahekokkuvõte ja täiendus 2007. aasta mais valminud täisversioonile, mis lisaks hetkeseisu kirjeldamisele vaeb põhjalikumalt mõningaid euro kasutuselevõtu majanduspoliitilisi küsimusi lisateemasid käsitledes.

Euro võimalikult kiire kasutuselevõtmine on ja jääb lähiaastatel Eesti majanduspoliitika prioriteediks. Eurole üleminekut tuleb käsitleda kui Eestile loomulikku arengut, sest Eesti majanduspoliitika põhialused on euroala omadega väga sarnased. Eesti on Euroopa Liidu väike avatud majanduse ja konservatiivse eelarvepoliitikaga riik. Meie rahasüsteemi alus on valuutakomitee põhimõtted ja euro ning Eesti krooni fikseeritud vahetuskurs, mis säilib euro kasutuselevõtuni. Eesti on euroalaga üha suurema lõimumise suunas liikunud kogu iseseisvusaja jooksul ning Euroopa Liiduga ühinedes võtnud ka kohustuse euro kasutusele võtta.

Euro kasutuselevõtu tehnilised ettevalmistused jõudsid 2006. aastal Eesti Panga, valitsusasutuste ja erasektori koostöös niikaugele, et lõpetati kõik tööd, mis otseselt ei sõltu eurole ülemineku tähtajast. Ka Euroopa Komisjoni hinnang euro kasutuselevõtu ettevalmistustele Eestis oli väga positiivne.

Eesti-sarnases euroala elatustasemele kiiresti järelejäudvas ja avatud majanduses on euroalaga võrreldes mõnevõrra kiirem inflatsioon loomulik ega ohusta hinnastabiilsust, kuid euro kasutuselevõtu tingimuste senise tõlgenduse kohast madalat inflatsioonimäära ei ole Eestil lähiajal kerge saavutada. Eesti Panga 2007. aasta sügisprognoosi põhjal

tuleb nentida, et inflatsioonikriteeriumi täitmine ei ole ka 2009. aastal tõenäoline ja euro kasutuselevõtt lükkub seega vähemalt 2011. aastasse. Lisaks peab Eesti euroalaga ühinemiseks endiselt täitma eelarvepoliitika, vahetuskursi stabiilsuse ning madala intressitaseme kriteeriume.

Aruande kolm täiendavat artiklit käsitlevad põhjalikumalt euro kasutuselevõtu mõningaid majanduspoliitilisi küsimusi.

Esimene artikkel „Maastrichti inflatsioonikriteerium ja Euroopa Liidu laienemine“ annab ülevaate uuringust, mille kaasautorid on John Lewis ja Karsten Staehr. Uuringu tulemustest selgub, et uute riikide ühinemine Euroopa Liiduga võib alandada inflatsioonikriteeriumi kontrollväärtust, kui liituvate riikide inflatsioonitase on Euroopa Liidu keskmisest madalam, raskendades seega inflatsioonikriteeriumi täitmist.

Teine artikkel „Vahetuskursi kriteeriumi täitmine hinnatasemete ühtlustumise perioodil“ võtab kokku John Lewise uuringu, mis analüüsib, kuidas ühtlustumine ehk konvergens mõjutab vahetuskursi- ja inflatsioonikriteeriumide korruga täitmise võimalust.

Kolmandas artiklis „Sissetulekute ühtlustumine ja reaalsed intressimäärad ning nendest tulenevad valejärelused vahetuskursipoliitika kohta“ analüüsib Eesti Panga asepresident Märten Ross reaalse vahetuskursi ja sissetulekute ühtlustumise seoseid fikseeritud ning ujuva vahetuskursi tingimustes. Artikkel näitab, et kui finantsturud toimivad tõhusalt ja kapital liigub vabalt, siis hinnatasemete ühtlustumise ehk nominaalse konvergens korral ei sõltu reaalinintressimäärade tase vahetuskursisüsteemist. Artiklit täiendab Rasmus Kattai koostatud lisa, milles analüüsitakse, kas reaalsed intressimäärad sõltuvad kasutatavast vahetuskursirežiimist või mitte.

1. EESTI VALMISOLEK EUROLE ÜLEMINEKUKS

Euroopa Liidu ühisraha euro kasutuselevõtt on Euroopa Liidu kõikide liikmesriikide kohustus.¹ Euroalasse kuulub praegu 15 Euroopa Liidu riiki.² Küpros ja Malta said euroala liikmeks 1. jaanuaril 2008. Euroopa Liidu teiste riikide puhul hindavad Euroopa Komisjon ja Euroopa Keskpank regulaarselt, kas need täidavad euro kasutuselevõtu tingimusi – Maastrichti kriteeriume. Vabariigi Valitsus ja Eesti Pank on seadnud eesmärgi võtta euro kasutusele esimesel võimalusel, kui Eesti suudab täita kõik selleks vajalikud tingimused. Hindamine 2006. aasta lõpus näitas, et Eestis on küll tugev riigirahandus, stabiilne vahetuskurss ja madalad intressimäärad, kuid me ei täida inflatsioonikriteeriumi. Järgmine kord hinnatakse ühilduvusaruandeid 2008. aasta kevadel. Suhteliselt kõrgena püsiva inflatsiooni tõttu ei ole praegu tõenäoline, et Eestil oleks võimalik eurole üle minna enne 2011. aastat.

1.1. Euroalaväliste Euroopa Liidu riikide vastavus Maastrichti kriteeriumidele

Ühisraha euro ja Euroopa Liidu ühtse rahapoliitika kasutuselevõtt eeldab teatud majanduslike ja õiguslike tingimuste täitmist. Kõnealused eeltingimused, tuntud kui Maastrichti kriteeriumid, on kirjas Euroopa Liidu lepingu artiklis 121 ja lepingule lisatud protokollis nr 21. Maastrichti kriteeriumide eesmärk on kindlustada Euroopa rahaliidu sujuv toimimine ja stabiilne hinnatase ühtse rahapoliitika abil. Kõnealused kriteeriumid nõuavad hinnastabiilsust ja madalat intressimäära, püsivat vahetuskurssi ning riigi rahanduse stabiilsust, samuti on tähtis sobiv õiguslik raamistik ühtse rahapoliitika kujundamiseks ja elluviimiseks. Maastrichti kriteeriumide täitmist hindavad Euroopa Komisjon ja Euroopa Keskpank,

koostades regulaarseid lähenemisaruandeid.³ Järgnevalt anname ülevaate Eesti sammudest kriteeriumide täitmiseks.

1.2. Hinnastabiilsus

Euroopa Liidu asutamislepingu kohaselt ei tohi riigi inflatsioonimäär ületada hinnastabiilsuse mõttes kolme kõige paremaid tulemusi saavutanud liikmesriigi keskmist rohkem kui 1,5%.

Hinnastabiilsust mõistetakse üldiselt kui inflatsioonimäära, mis ei mõjuta inimeste otsuseid toota, tarbida, investeerida ja säästa. Euroopa Keskpank tõlgendab euroala majanduse hinnastabiilsust kui inflatsioonimäära, mis on keskmises perspektiivis 2% lähedal, kuid siiski alla 2%. Kiiresti areneva majandusega riikides võib tasakaaluline ehk hinnastabiilsusele ohutu inflatsioonimäär olla keskmises perspektiivis ka mõnevõrra kõrgem.

Maastrichti kriteeriumi kontrollväärtusega (eri aastatel 2,5–3,0%) võrreldes on Eesti inflatsioon olnud peaaegu kõikidel aastatel kõrgem. Suhteliselt kiire inflatsioon tuleneb meie majanduse praegusest arenguetapist, mida iseloomustavad Euroopa Liidu riikidega võrreldes madalad hinnad, kiire majanduskasv ja arenguga kaasnevad struktuurimuutused. Eesti sissetuleku- ja hinnataseme lähenemine Euroopa Liidu keskmisele tähendab kiiremat hinnatõusu, sest erinevuste vähenemiseks peavad sissetulekud ja hinnad – koos tootlikkusega – kasvama Eestis mõnevõrra kiiremini kui Euroopa Liidus keskmiselt (vt joonis 1).

Maastrichti inflatsioonikriteeriumi täitmata jätmine ei tähenda, et Eestil on sisulisi probleeme hinnastabiil-

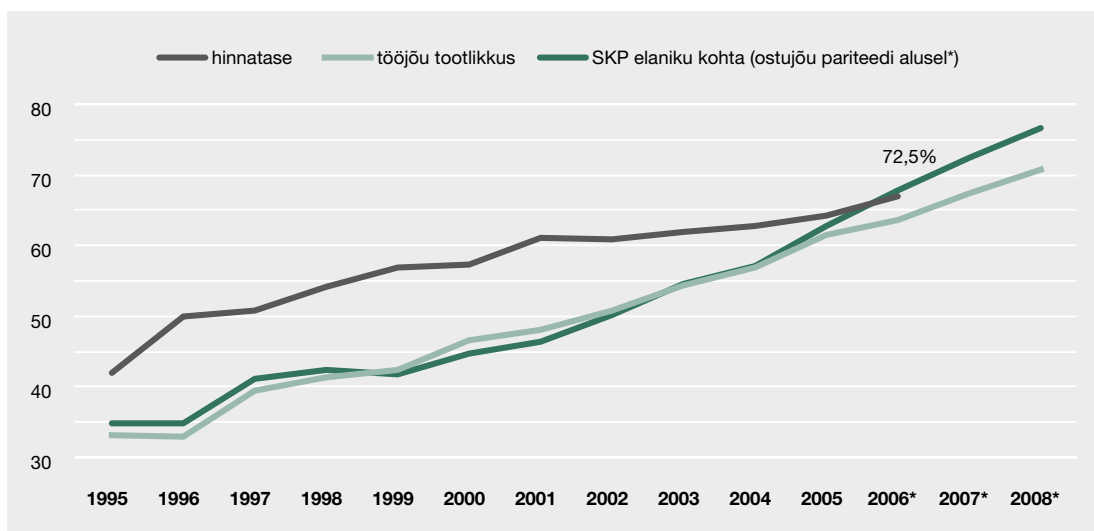
¹ Erandid on Taani ja Suurbritannia, kellel rahaliidu moodustamise põhimõtete kokkuleppimise ajal (1990. aastate alguses) lubati valida, kas ja millal nendes riikides eurole üle minnakse. Hilisematele liitujatele (sh Soomele ja Rootstile) seda valikuvõimalust ei antud.

² Euroopa Liidu riigid jagunevad majandus- ja rahaliidus osalemise alusel kaheks: täieõiguslikud majandus- ja rahaliidus osalejad (eurosüsteemi kuuluvad liikmesriigid) ning majandus- ja rahaliidus piiratud õigustega ehk erandiga osalejad (liikmesriigid, kes ei kuulu eurosüsteemi).

³ Lähenemisaruanded on Internetis kättesaadavad järgmistelt lehekülgedelt:

Euroopa Komisjon: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/convergencereports_en.htm

Euroopa Keskpank: <http://www.ecb.int/pub/convergence/html/index.en.html>

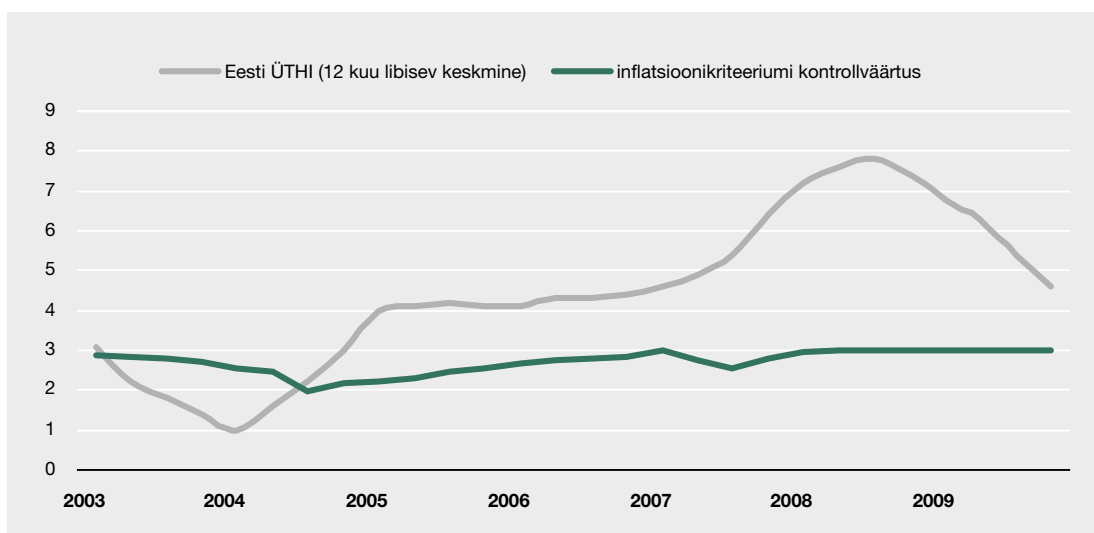


Joonis 1. Eesti tulutaseme ühtlustumine ELiga (% EL-27 tasemest)

Allikas: Uuendatud konvergentsiprogramm 2007

suse tagamisega. Stabiilseks majandusarenguks on tähtis, et hinnatõus toimuks majanduses tervikuna kooskõlas tootlikkuse kasvuga. Sellise käsitluse kohaselt ei ole Eesti hinnastabiilsus inflatsiooni

ajutisele kiirenemisele vaatamata lähiaastatel ohus, kuid inflatsioonikriteeriumi täitmine jääb siiski vähem tõenäoliseks (vt joonis 2).



Joonis 2. Inflatsioonikriteeriumi täitmine (%)

Allikad: Eesti Panga prognoos (sügis 2007), Eurostat, Euroopa Komisjoni prognoos (sügis 2007)

Eesti ei täida lähiaastatel inflatsioonikriteeriumi

Eesti Panga 2007. aasta sügisprognoosi kohaselt ei ole tõenäoline, et Eesti suudab ka 2009. aastal täita Maastrichti inflatsioonikriteeriumi (eeldusel, et kriteeriumi tõlgendus jääb samaks). Viimaste aastate kiire majanduskasv koos välise hinnasurvega on suurendanud Eesti inflatsiooni ja majanduskasvu aeglustumisele vaatamata ei ole hinnasurve Eestis veel vähenenud. 2007. aasta lõpus kiirenes toidu ja kütuse kallinemine maailmaturul, mis mõjutas ka Eesti hinnakasvu. Välismaist päritolu toorme, ennekoike toiduainete hinnatõus on olnud oodatust suurem ning inflatsioon tervikuna seega prognoositust mõnevõrra kiirem. Tuleb silmas pidada, et tegemist on ühekordsete hinnatõusudega, mille mõju hakkab 2008. aasta keskel taanduma. Lisaks on järgmisel aastal oodata palgakasvu aeglustumist ja sellest tulenevalt ka sisemaise hinnasurve taandumist. Eesti Panga 2007. aasta sügisprognoosi kohaselt jääb **keskmine tarbijahindade kasv 2008. aastal ligikaudu 7%** tasemele. Prognoosi järgi jätkub inflatsioonisurve nõrgenemine ka 2009. aastal, kui aasta keskmiseks inflatsioonitempoks kujuneb 4,6%.

Inflatsioon saavutab kasvulae 2008. aastal, kui hinnakasvu mõjutavad jaanuarisse ja juulisse kavandatud maksupoliitilised meetmed. Teisest küljest, valitsuse otsus koondada kohustuslikud aktsiisitõusud 2008. aastasse suurendab inflatsioonikriteeriumi täitmise tõenäosust järgnevatel aastatel, kui maksumuudatuste mõju inflatsiooninumbriks enam ei kajastu. Rahandusministeeriumi prognoosi kohaselt väheneb aktsiisimäärade tõstmise varasemaks nihutamise tulemusena riigi tegevuse tõttu tekkivate hinnatõusude mõju inflatsioonile aastatel 2010–2011 vastavalt 0,5% ja 0,2%. Prognoosi kohaselt ei suuda Eesti Maastrichti inflatsioonikriteeriumi 2009. aastal siiski täita. Euroopa Komisjoni sügisprognoosi põhjal püsib inflatsiooni kontrollväärus järgnevatel

aastatel 3% lähedal. Pärast 2009. aastat on oodata Eesti inflatsiooni alanemist tasakaalus majandusarengule omase tasemeni (3–4%).

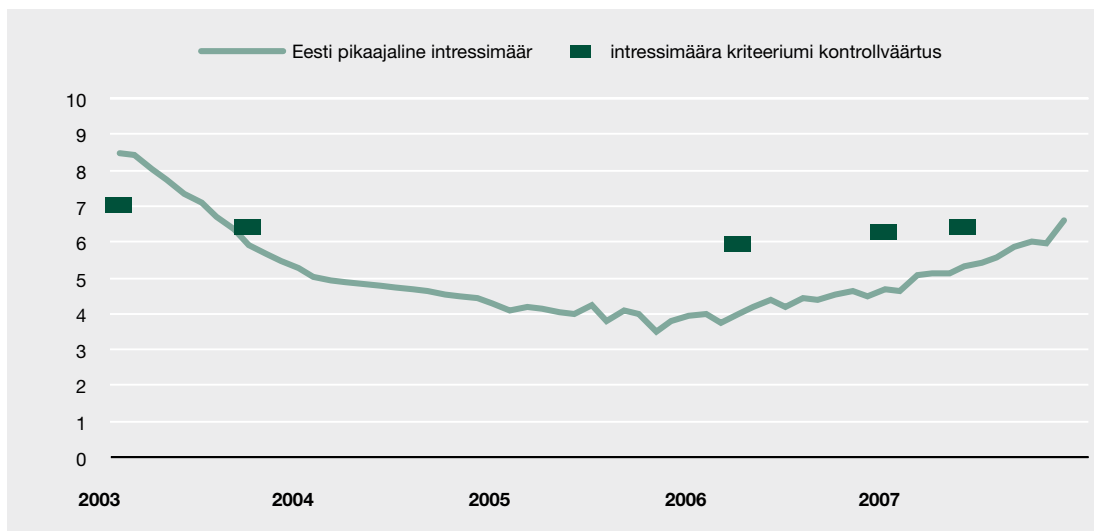
1.3. Pikaajaline intressimäär

Riigi pikaajaline intressimäär ei tohi ületada kolme parema hinnastabiilsusega liikmesriigi keskmist intressimäära rohkem kui 2%.

Pikaajaline intressimäär näitab, millised on ühtaegu turuosaliste ootused ja finantsturu lõimumistase. Madal intressimäär (mis hõlmab nii madala inflatsiooni ootusi kui ka madalat riskimakset) kajastab turuosaliste arusaama, et selle majanduse areng on ka tulevikus stabiilne. Kriteeriumi kohaselt ei tohi liituda sooviva riigi valuutas nomineeritud pikaajalise (10 a) riikliku võlakirja intressimäär ületada kolme madalama inflatsioonitasemega liikmesriigi keskmist pikaajalist intressimäära, millele on lisatud 2%.

Pikaajaline intressimäär on Eestis olnud küll suhteliselt madal, kuid Eesti näitajat ei saa otseselt võrrelda teiste liikmesriikide näitajatega, sest valitsuse pikaajaliste kroonivääringus võlakirjade puudumisel arvutatakse see erasektorile antud pikaajaliste kroonilaenude põhjal. Eesti pikaajalise intressimäära näitaja töötati välja Eesti Panga, Euroopa Komisjoni ja Euroopa Keskpanka koostöös 2004. aastal ning see põhineb kuni viieaastase tähtajaga kroonilaenude intressimääradel.

Euroopa Komisjoni 2006. aasta lähenemisaruande hinnangu kohaselt täidab Eesti intressimäära kriteeriumi (vt joonis 3). Euroopa Keskpank ei ole eespool kirjeldatud intressinäitajat seni lähenemisaruanetes kasutanud, tuginedes oma hinnangus üldisele finantskeskkonna analüüsile.



Joonis 3. Eesti pikaajaline intressimäär ja intressimäära kriteeriumi kontrollväärtus (%)

Allikad: Eesti Pank, Euroopa Komisjoni lähenemisaruanded

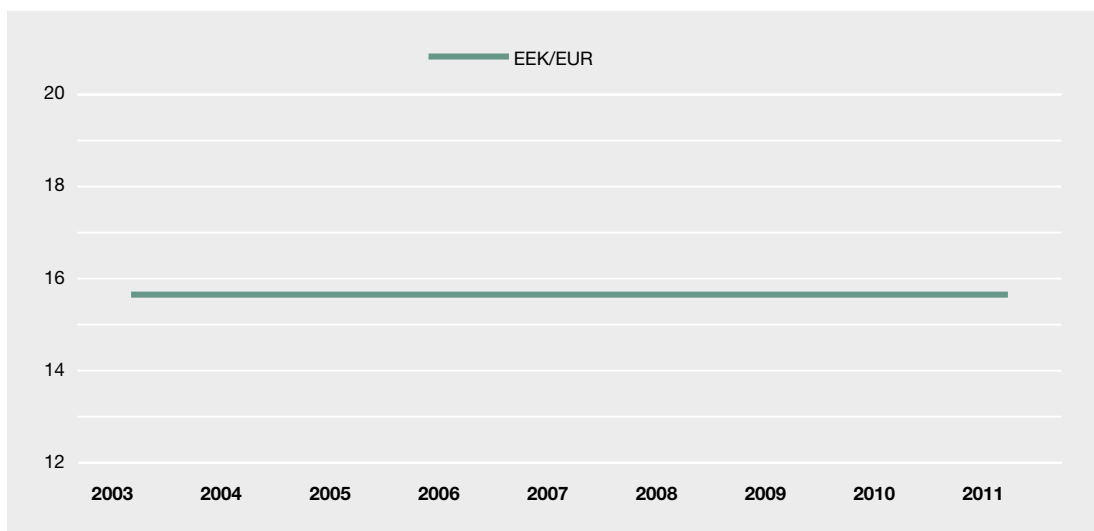
1.4. Stabiilne vahetuskurs

Riik peab vähemalt kaks aastat osalema vahetuskursimehhanismis ERM2 ja hoidma oma valuuta vahetuskursi euroga stabiilsena (eelkõige seda omal algatusel devalveerimata).

Valuutakomitee tõrgeteta toimimine 1992. aastast on meie majanduse konkurentsivõime ja stabiilsuse märk. Seetõttu oli Eesti esimesi uusi liikmesriike,

mis peatselt pärast Euroopa Liiduga ühinemist 2004. aastal liitus vahetuskursimehhanismiga ERM2.

Nii Euroopa Komisjon kui ka Euroopa Keskpank on märkinud, et Eesti krooni vahetuskurs ei ole kogenud ERM2 raames pingeid. Lisaks on Eesti täitnud (ühepoolset) lubadust säilitada krooni kurss euroga nullprotsendilise kõikumisvahemikuga (vt joonis 4).



Joonis 4. Eesti krooni vahetuskurs euro suhtes

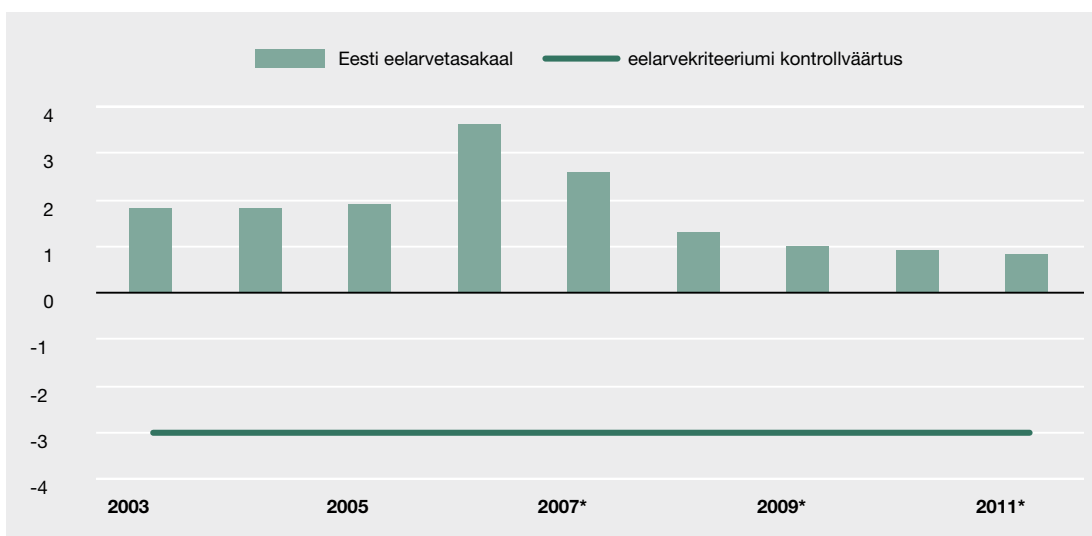
Allikas: Eesti Pank

1.5. Riigi rahandus

Valitsussektori eelarve puudujääk peab olema väiksem kui 3% SKPst. Valitsussektori võlg peab olema väiksem kui 60% SKPst või lähenema nõutud tasemele rahuldava kiirusega.

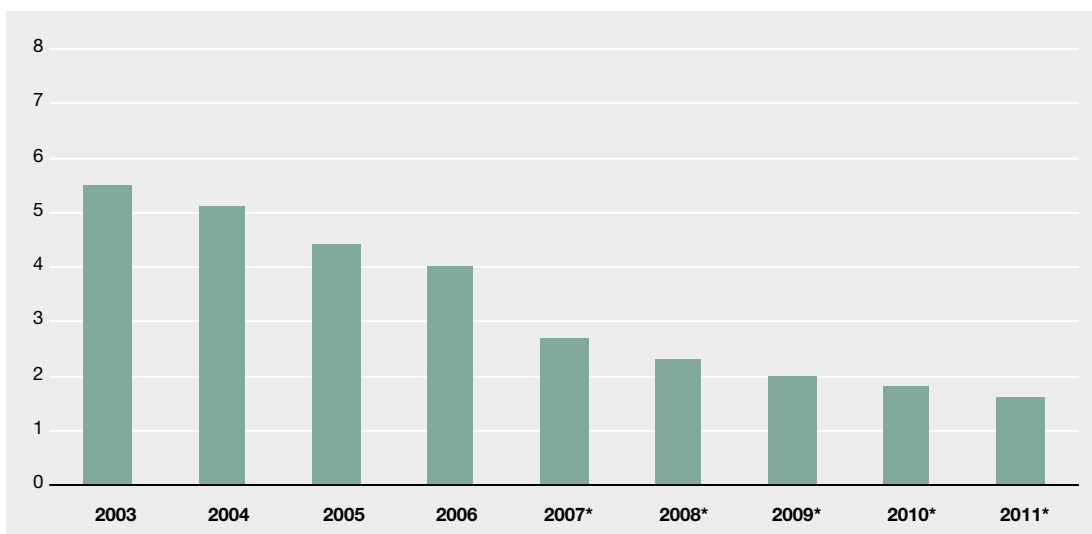
Suhteliselt konservatiivse eelarvepoliitika tõttu on

meie valitsussektori eelarve kiire majanduskasvu aastatel olnud tasakaalus või ülejäägiga (vt joonis 5). Valitsussektori võlg (suhtena SKPsse) on tagasimaksete ja kiire majanduskasvu tõttu järjest vähenenud, olles hindamisele kuuluvate riikide hulgas väikseim (vt joonis 6). Tuleb tunnistada, et Eesti on olnud riigi rahanduse kriteeriumide täitmisel edukas.



Joonis 5. Eesti riigieelarve tasakaal ja eelarvekriteeriumi kontrolliväärtus (% SKPst)

Allikad: rahandusministeeriumi prognoos (sügis 2007), Euroopa Komisjoni prognoos (sügis 2007)



Joonis 6. Eesti valitsussektori võlg (% SKPst)

Allikas: rahandusministeeriumi prognoos (sügis 2007)

Kuigi Eesti täidab riigi rahanduse kriteeriumid suure varuga, on riskide maandamiseks ning majanduse stabiilsuse ja riigi rahanduse jätkusuutlikkuse säilitamiseks ülimalt tähtis järgida ka edaspidi konservatiivse eelarvepoliitika põhimõtteid.

1.6. Euro kasutuselevõtu õiguslikud nõuded

Eelkõige hinnatakse keskpanga eesmärkide kooskõla Euroopa Keskpanga eesmärkidega ning keskpanga iseseisvust.

2006. aastal täpsustati Eesti Panga seadust nii, et see on kooskõlas asutamislepingu ja Euroopa Keskpankade Süsteemi (EKPSi) põhikirjaga. Eurole ülemineku aja täpsustades ootab vastuvõtmist eurole ülemineku seadus. Lisaks eespool nimetatud õigusaktidele on euro kasutuselevõtuks vaja muuta rahaseadust ja krooni tagamise seadust. Nimetatud seadused tunnistatakse kehtetuks eurole ülemineku seadusega. Eurole ülemineku seadus on läbinud kooskõlastusringi ministriumides, kuid eurole ülemineku tähtaja edasilükkumise tõttu otsustati seaduseelnõu menetlus ajutiselt peatada.

1.7. Euro kasutuselevõtu ajastus

Eesti liberaalne ja avatusele suunatud majanduspoliitika ning Euroopa Liiduga ühinemine pani hea aluse kiirele majandusarengule ning ka Maastrichti kriteeriumide täitmisele. Eesti majanduse avatus ja krooni vahetuskursi seotus euroga sunnib meie ettevõtteid olema konkurentsivõimelised euroala praeguste liikmesriikidega väga sarnastes majanduspoliitilistes tingimustes. See omakorda toetab Eesti krooni vahetuskursi püsivust ja vahetuskursi stabiilsuse kriteeriumi probleemideta täitmist. Samal ajal on Eesti valitsus kinni pidanud tasakaalus eelarve põhimõttest, mille tulemusena täidab Eesti riigi rahanduse kriteeriume. Madal pikaajaline intressimäär näitab, et finantsturud on rahvusvaheliselt lõimunud ja investorid usuvad Eesti majanduse konkurentsivõime ning majanduspoliitika jätkumisse. Kui meie ma-

janduspoliitika kujundajad ja ettevõtted seda usku õigustavad, ei ole Eestil ka tulevikus põhimõttelisi probleeme nende kriteeriumide täitmisega.

Samal ajal on kiiresti areneva (ja euroala jõukamate riikide keskmisele tasemele läheneva) majanduse jaoks probleemiks inflatsioonikriteeriumi täitmine selle senise tõlgenduse kohaselt. Ühest küljest suurendab avatus Eesti majanduse kasvuvõimalusi, teisest küljest vähendab raha- ja eelarvepoliitika võimalusi inflatsiooni lühiajaliselt mõjutada. Avatuse tõttu on Eestile optimaalne valuutakomitee süsteemil põhinev fikseeritud vahetuskurs, mis püsib hinnatõusu ootused ja tagab hinnastabiilsuse.

Riigisisese nõudluse lühiajalise suunamise korral on fikseeritud vahetuskursi kõrval tähtis valitsuse konservatiivne eelarvepoliitika. Konservatiivne majanduspoliitika (eelkõige eelarvepoliitika) on väga oluline nii Eesti majandusarengu stabiilsuse kui ka Maastrichti kriteeriumide täitmise tagamiseks.

Nagu juba öeldud, ei ole Eesti Panga 2007. aasta sügisprognoosi kohaselt tõenäoline, et Eesti suudab 2008.–2009. aastal täita Maastrichti inflatsioonikriteeriumi (eeldusel, et kriteeriumi tõlgendus jääb samaks). Prognoosi järgi saavutab inflatsioon kasvuläe 2008. aasta esimesel poolel. Kuigi seejärel hakkab inflatsioonitempo aeglustuma, ületab Eesti inflatsioon praeguse prognoosi põhjal 2009. aasta lõpus ikka veel 4%, samal ajal kui Euroopa Komisjoni 2007. aasta sügisprognoosi põhjal arvatud kontrollväärtus oleks tõenäoliselt 3% lähedal.

Kokkuvõtteks tuleb nentida, et **euro kasutuselevõtt lükkub kaugemale kui 2011. aasta**. Seetõttu ei ole Eesti Pank ja Vabariigi Valitsus seni seadnud eurole üleminekuks valmisoleku uut kuupäeva. Eurole ülemineku **täpne kuupäev** saab igal juhul teatavaks vähemalt **12 kuud enne ühisrahale üleminekut**, et riik ja erasektor saaks ettevalmistused aegsasti lõpetada. Tähtaja edasilükkumisele vaatamata on Eesti liitumine euroalaga endiselt tähtis majanduspoliitiline eesmärk.

2. EESTI AMETKONDADE KOOSTÖÖ EURO KASUTUSELEVÖTUKS

Euroopa Liidu ja vahetuskursimehhanismiga ERM2 ühinemisel seadsid Eesti ametkonnad eesmärgi olla eurole ülemineku tehnilistes küsimustes valmis 2006. aasta keskpaigaks, et võtta euro kasutusele 1. jaanuaril 2007. Euroopa Komisjoni 2006. aasta novembris avaldatud hinnang euroalavälise Euroopa Liidu riikide eurole ülemineku tehnilise valmisoleku kohta oli Eesti puhul väga positiivne. Eestis on lõpetatud kõik ettevalmistused, mis otseselt ei sõltu eurole ülemineku tähtajast.

Järgnevalt anname ülevaate Eesti ametkondade kooskõlastatud ettevalmistustest eurole üleminekuks ja Eesti Panga sammudest.

2.1. Euro kasutuselevõtu ettevalmistused Eestis

Riigisisene töökorraldus

Eurole sujuva ülemineku tagamiseks ja selleks vajaliku tegevuse kooskõlastamiseks otsustas valitsus 9. detsembril 2004 toimunud kabinetinõupidamisel moodustada asjatundjate komisjoni. Komisjoni juhivad rahandusministeeriumi kantsler. Komisjoni kuuluvad veel Eesti Panga asepresident, justiitsministeeriumi kantsler, majandus- ja kommunikatsiooniministeeriumi kantsler, siseministeeriumi kantsler, riigikantselei Euroopa asjade direktor ja rahandusministeeriumi nõunik. Komisjoni töögruppide kaudu kaasati lisaks avaliku sektori ekspertidele ka erasektor.

Asjatundjate komisjoni juhtimisel koostati nn europlaan, mis sisaldab suuniseid valitsusasutustele ja

teavet laiemale üldsusele, et valmistada ette eurole üleminekuks. Eurole ülemineku plaani 29. novembril 2007 kinnitatud viimase, 6. versiooni leiade rahandusministeeriumi ja Eesti Panga⁴ kodulehtedelt ning euroveebist aadressil www.euro.eesti.ee.

Eesti Panga ettevalmistused

Keskpankas alustati ettevalmistusi sujuvaks eurole üleminekuks juba sügisel 2003, sest Euroopa Liiduga ühinemisel mais 2004 pidi Eesti Pangast saama Euroopa Keskpankade Süsteemi (EKPS) liige. Sama tähtis oli ettevalmistus, et liituda vahetuskursimehhanismiga ERM2 juunis 2004. Selleks tehti pidevat koostööd Euroopa Komisjoni, Euroopa Keskpanga ja teiste Euroopa Liidu riikidega.

Eesti Pank alustas 2004. aastal eurole ülemineku raamistiku väljatöötamist, kaaludes eri riikide kogemusi ja Eesti eripärasid. Pangas välja töötatud põhimõtted said 2005. aasta kevad-suvel riikliku eurole ülemineku plaani koostamise aluseks. Turuosalistega lepidi 2006. aasta sügiseks kokku kõik rahavahetuse olulisemad küsimused.

Eesti Panga eesmärk oli olla nii organisatsiooni igapäevase toimimise kui ka euroala ühtse rahapoliitika elluviimise mõttes valmis 2006. aasta keskpaigaks. Praeguseks on keskpank lõpetanud sisemised ettevalmistused, mis otseselt ei sõltu eurole ülemineku tähtajast. Ootele on pandud tegevus, mida saab alustada alles pärast Euroopa Liidu Nõukogu lõplikku otsust euroalaga liitumise kohta, näiteks Eesti euromüntide verimimine.

⁴ <http://www.eestipank.info/pub/et/EL/ELiit/>

KASUTATUD ALLIKAD

1. Eesti eurole ülemineku plaan. 6. versioon. 29. november 2007
<http://www.fin.ee/doc.php?79362>
2. Eesti Vabariigi 2007. aasta uuendatud konvergensiprogramm (november 2007).
<http://fin.ee/doc.php?79359>
3. Eesti euroveeb. www.euro.eesti.ee
4. Eesti Pank. Majandusprognoos 2007–2009 (2007. aasta sügis).
www.eestipank.info
5. Euroopa Keskpank. Läheneemisaruanne. Detsember 2006
<http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr200612et.pdf>
6. European Commission. Convergence Report. December 2006
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication497_en.pdf
7. European Commission. Fourth report on the practical preparations for the future enlargement of the euro area. November 2006
http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!DocNumber&lg=en&type_doc=COMfinal&an_doc=2006&nu_doc=671
8. European Commission. Economic Forecast, Autumn 2007
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication9979_en.pdf

1. Maastrichti inflatsioonikriteerium ja Euroopa Liidu laienemine

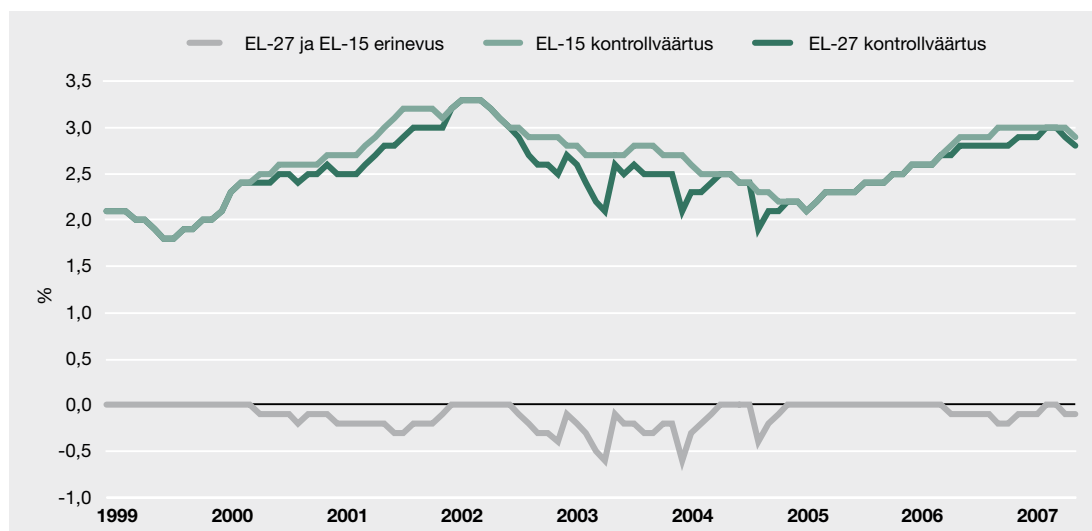
Maastrichti lepingu inflatsioonikriteeriumiga on kindlaks määratud, et majandus- ja rahaliiduga ühinemiseks peab riigi ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) inflatsioon olema madalam või võrdne kontrollväärtusega, mille määramise alus on hinnastabiilsuselt Euroopa Liidu kolme parema riigi keskmine ÜTHI-inflatsioon pluss 1,5%. Viimastes lähenemisaruannetes on paremate tulemustega riikide võrdlusrühma arvatud Euroopa Liidu kolm madalaima positiivse inflatsiooniga riiki. Seega jäetakse negatiivse inflatsiooniga riigid võrdlusrühmast välja, kuid seda menetlust ei pruugita edasistes lähenemisaruannetes tingimata kohaldada.

Mitmed tegurid on kiirendanud inflatsiooni Eestis, raskendades Maastrichti lepingu inflatsioonikriteeriumide täitmist. Samal ajal on Euroopa Liidu laienemine 15 riigilt 27 riigile alandanud oodatavat inflatsiooni kontrollväärtust, mis omakorda tegi

kriteeriumi täitmise raskemaks. Uute liikmete lisandumine Euroopa Liitu ei saa kunagi suurendada kolme parema inflatsiooninäitajaga riigi keskmist inflatsiooni ja alandab seda, kui vähemalt ühe uue liikmesriigi inflatsioon on piisavalt madal.

John Lewis ja Karsten Staehr püüdsid hiljutises uuringus arvude abil määrata mõju, mida avaldab inflatsiooni kontrollväärtusele Euroopa Liidu laienemine 15 liikmelt 27 liikmele.¹ Toimetises hinnatakse Euroopa Liidu laienemise mõju inflatsiooni kontrollväärtusele kaht erinevat meetodit rakendades.

Esimene meetod on kontrafaktiline analüüs, milles kasutakse Euroopa Liidu 27 praeguse riigi inflatsiooninäitajaid 1999. aasta jaanuari kuni 2007. aasta juuni kohta. Joonisel 1 on kujutatud inflatsiooni kontrollväärtused vastavalt Euroopa Liidu 15 ja 27 riigi kohta ning nende kontrollväärtuste vahe (negatiivse inflatsiooniga riigid on kontrollrühmast välja jäetud).



Joonis 1. Inflatsiooni kontrollväärtused vastavalt Euroopa Liidu 15 ja 27 riigi kohta (% aastas)

Allikas: Lewis & Staehr (2007), kohandatud

¹ J. Lewis, K. Staehr (2007). The Maastricht Inflation Criterion: What is the Effect of Expansion of the European Union? DNB Working Papers, nr. 151, De Nederlandsche Bank, http://www.dnb.nl/dnb/home/file/Working%20Paper%20No%20151-2007_tcm47-164976.pdf.

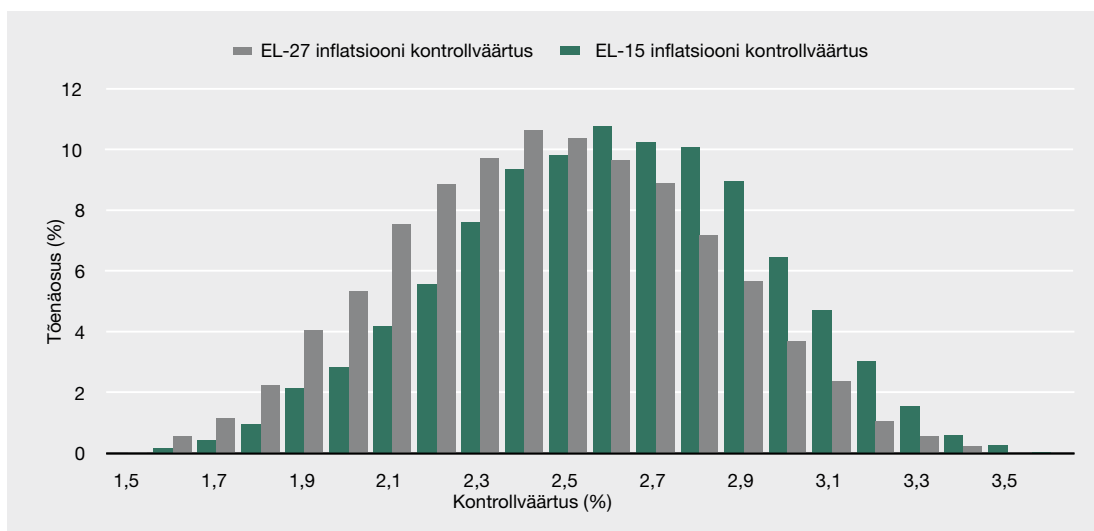
Joonise 1 põhjal võib teha järelduse, et kui Euroopa Liidu riike oleks olnud 27, mitte 15, siis oleks inflatsiooni kontrollväärtus olnud pikemate perioodide vältel 1999. aastast alates oluliselt madalam (kuni 0,6%). Kontrollväärtus on 27 liikmesriigi puhul keskmiselt 0,11% madalam kui Euroopa Liidu 15 riigi puhul. Joonis näitab ka seda, et inflatsiooni kontrollväärtus kõigub oluliselt kuust kuusse, kui nullilähedase inflatsiooniga riigid liiguvad kontrollrühmast sisse ja välja.

Teine meetod tugineb Monte Carlo simulatsioonile, mida kasutatakse inflatsiooni kontrollväärtuse jaotuse väljaselgitamiseks Euroopa Liidu eri riikide rühmade puhul. Inflatsiooni jaotuse ja parameetrid saab tuletada eelnevatest inflatsiooninäitajatest või tuginevad need eksperdihinnangutele. Lähtestsenaariumi eeldus on, et kõigi riikide inflatsioonimäärad järgivad normaaljaotust keskmiste, standardhälvete ja korrelatsioonidega, nagu näites jaanuarist 1999 kuni juunini 2007. Joonisel 2 on näidatud inflatsiooni kontrollväärtuse jaotus läh-

testsenaariumis vastavalt Euroopa Liidu 15 ja 27 riigi puhul, eeldusel, et alla nulli jääva inflatsiooniga riigid jäetakse kolme parema inflatsiooninäitajaga riigi kontrollrühmast välja.

Simulatsioonid näitavad, et inflatsiooni kontrollväärtuse jaotus nihkub vasakule pärast Euroopa Liidu liikmete arvu suurenemist 15-lt 27-le. Oodatav kontrollväärtus on vähenenud 0,15% ja on 25-protsendiline võimalus, et langus on 0,3% või suurem. Jaotust ja parameetrite määramist käsitlevaid erinevaid eeldusi kasutavad arvukad simulatsioonid näitavad, et need tulemused on üsna ligikaudsed.

Negatiivse inflatsiooniga riikide arvestamine kontrollväärtuse arvutamisel mõjutab tulemusi oluliselt. Simulatsioonid viitavad näiteks sellele, et kui negatiivse inflatsiooniga riigid jäetakse kontrollrühma, siis on keskmine kontrollväärtus 27 riigiga Euroopa Liidus tõenäoliselt ligikaudu 0,5% madalam kui 15 riigiga Euroopa Liidus.



Joonis 2. Inflatsiooni kontrollväärtuse tõenäoline jaotus vastavalt Euroopa Liidu 15 ja 27 riigi puhul (% aastas)

Allikas: Lewis & Staehr (2007), kohandatud

2. Vahetuskursi kriteeriumi täitmine hinnatasemete ühtlustumise perioodil

Eurole üleminekut taotlevad Kesk- ja Ida-Euroopa (KIE) riigid peavad muude kriteeriumide hulgas täitma nii hinna- kui ka vahetuskursi stabiilsuse kriteeriumid. Samal ajal läbivad nende riikide majandused hinnatasemete ühtlustumise ehk nominaalse konvergensti perioodi, kui nende hinnatase euro suhtes euroalaga võrreldes tõuseb. See protsess, mida mõnikord nimetatakse reaalse vahetuskursi kallinemiseks, võib toimuda inflatsiooni vahe kaudu euroalaga võrreldes või nominaalse vahetuskursi kallinemise (või mõlema) kaudu.

Käesolevas artiklis analüüsitakse, kas ühtlustumise mõju võib kujuneda probleemiks vahetuskursi ja inflatsiooni kriteeriumide korraga täitmise seisukohalt. Riikides, mille rahapoliitika sätestab fikseeritud valuutakursi (seotud kurss või valuutakomitee), on vahetuskursi kriteerium võimalik saavutada, aga võimud peavad sisuliselt ootama ja lootma, et inflatsioon oleks piisavalt madal inflatsioonikriteeriumi täitmiseks. Teisest küljest võivad inflatsiooni ohjavad riigid kasutada rahapoliitikat inflatsioonikriteeriumi täitmise tagamiseks, kuid peavad seejärel lootma, et valuutakurss on piisavalt stabiilne vahetuskursi kriteeriumi täitmiseks.

See, kas hinnatasemete ühtlustumise protsess takistab nende kahe kriteeriumi täitmist korraga, sõltub ühtlustumise mõju ulatusest. Seega tuleb analüüsimisel esimese sammuna hinnata ühtlustumise mõju tõenäolist ulatust. Selles artiklis käsitletakse ja täpsustatakse Kattai (2006) hinnakonvergensti mudelit, milles kasutatakse suhtelise hinnatase edasise kujunemise prognoosimiseks selle varasemat käitumist ja ühtlustumisprotsessi eeldatavat ajastust ning lõpp-punkti. Kõnealuse käsitluse kohaselt on vahetuskursi eeldatav kallinemine konkreetsest riigist ja kasutatavast stsenaariumist sõltuvalt üldiselt 4–6% aastas.

Kui riik fikseerib oma valuuta vahetuskursi, seisneb peamine raskus inflatsioonikriteeriumi täitmises. Kontrollväärtus (mis on Maastrichti lepingu kohaselt määratud 1,5% pluss Euroopa Liidu kolme madalama (positiivse) inflatsioonimääraga riigi keskmine inflatsioonimäär) on keskmiselt 0,6% euroala inflatsioonimäärast kõrgem. Kui euroala inflatsioonimäär on 2%, on eeldatav kontrollväärtus 2,6%. Kõigis riikides ja kõigi nelja stsenaariumi kohaselt on ühtlustumise mõjust tulenev trendi järgiv inflatsioon 5–7% aastas, mis viitab sellele, et kõnealuse kriteeriumi täitmine on keeruline. Kuigi nimetatud stsenaariumid viitavad trendi järgiva inflatsiooni alanemisele, püsib see kontrollväärtuse tõenäolisest väärtusest kõrgemal ligikaudu 15 aasta jooksul.

Teisest küljest on inflatsiooni ohjavatele riikidele peamine küsimus, kas nominaalne vahetuskurss kallineb piisavalt, et murda läbi vahetuskursimehanismi ülemisest piirist. Kõik ühtlustumisstsenaariumid eeldavad alla 15-protsendilist (tavaliselt 7–10%) kaheaastast kursitõusu. Teisisõnu, ainuüksi ühtlustumise mõju ei saa põhjustada ülemist piiri ületavat vahetuskursi kallinemist. Inflatsiooni ohjavatel riikidel on seega kergem kui vahetuskursi fikseerinud riikidel kohaneda nominaalkursi kallinemisega Maastrichti lepingu kriteeriumide piires. Kui trendi järgivat kallinemist peetakse olevat kooskõlas vahetuskursi kriteeriumiga, siis on inflatsiooni ohjavatel riikidel kergem kriteeriume täita kui fikseeritud vahetuskursiga riikidel.

Artikli teises osas on kasutatud 16 riigi andmeid, kes on oma valuuta euroga sidunud või on euroala liikmed, et kogemuste põhjal uurida suhtelise hinnatase mõju kontrollväärtusest madalama inflatsiooni saavutamise tõenäosusele. Kõige olulisem tulemus on järgmine: madalaid hinnataseid seostatakse märkimisväärselt väiksema tõenäosusega, et inflatsioon jääb kontrollväärtusest madalamaks ühe kuu lõikes. Analüüsi korral ühtlasi

3, 6 ja 12 kuu lõikes järjestikuse kontrollväärtusele vastavuse kontrollimiseks. Selgus, et kuude arvu suurendamine järjestikuse kontrollväärtusele vastavuse kontrollimisel vähendab seda tõenäosust igal kõnealusel hinnatasemel ning tõstab tundlikkust hinnataseme vastu. Teine huvitav tulemus on see, et

isegi euroalaga samal hinnatasemel on riigil alla 50-protsendiline tõenäosus vastata 12 järjestikuse kuu jooksul kontrollväärtusele. See näitab, et sõltumatu rahapoliitikata on keeruline püsida kontrollväärtuse kohasena ka siis, kui hinnatasemetes ei ole vahet.

Kasutatud kirjandus

1. Kattai, R. (2005). EMMA – A Quarterly Model of the Estonian Economy, Eesti Pank, Toimetised 12/2005.
2. Lewis (2007). Hitting and Hoping: Meeting the Inflation and Exchange Rate Criterion during a Period of Nominal Convergence, DNB Working Paper, nr 130.

3. Sissetulekute ühtlustumine ja reaalsed intressimäärad ning nendest tulevad vaejäreldused vahetuskursipoliitika kohta

2004. aastal ühines Euroopa Liiduga kümme uut liikmesriiki ning 2006. aastal veel kaks. Sellel sündmusel oli märkimisväärne mõju nii poliitilises kui ka majanduslikus mõttes. See kiirendas finants- ja tööturu lõimumist ning lisas paljude liikmesriikide majanduskasvule hoogu. Üks selle kõrvalnähte oli, et taas kerkis esile uus etapp ammusel arutelus sissetulekute järelejõudmisprotsessi jaoks optimaalse vahetuskursipoliitika üle.

See teema kerkis uuesti esile, kuna sügavama lõimumisega kaasnes kas suurem jooksevkonto puudujääk ja suhteliselt kõrge inflatsioonimäär fikseeritud vahetuskursiga riikides või nominaalse vahetuskursi suhteliselt ulatuslik kallinemine koos hinnataseme kiire kasvuga (võrreldes euroala riikidega) ujuva vahetuskursiga riikides. Võib-olla ei ole üllatav, et vaidlus ei keskendunudki tegelikult vahetuskurssidele endile ega optimaalse valuutapiirkonna teooriale üldises plaanis, vaid reaalsete intressimäärade arengule erinevates vahetuskursirežiimides.

Nagu järgnev analüüs selgitab, on reaalsete intressimäärade küsimus siiski kas ületähtsustatud või ei olegi üldse probleemide keskmes. Esiteks ei tohiks valuutasüsteem kapitalituru süvenenud lõimumise tingimustes reaalse intressimäära arengule niikuinii erilist mõju avaldada. Teiseks on suuri kahtlusi selle suhtes, kui asjakohane on reaalsete intressimäärade jaoks tarbijahinnaindeksi (THI) põhine arvutusmeetod hindade ühtlustumise tingimustes.

Pigem peab rahapoliitika raamistiku usaldusväärsus keskmises perspektiivis tagama realistlikud ootused ja selle eesmärgi saavutamiseks ei ole üks ega teine vahetuskursisüsteem ainuüksi oma olemuselt parem.

Üldine raamistik: milleks meile rahaliidud?

Rahaliidu mõte on sama kui raha leiutamise mõtegi. Liidu eesmärk on soodustada rahvusvahelist kauplemist, toetada kapitali akumulatsiooni ja pakkuda tõhusat keskkonda majanduse arvepidamisele. Selle kaudu peaksid valuutapiirkonnad toetama pikaajalist majanduslikku tõhusust ja panema aluse sissetulekute kiiremale kasvule.

Kuigi on ilmselge, et paljud kohandumismehhanismid toimivad paremini riigisiselsetel, ei ole rahaliitude ja ühte valuutat kasutavate riikide vahel fundamentaalseid erinevusi. Seega on põhjused, miks ühisraha kehtestamine on majanduslikult kasulik nii Ülem-Baieri ja Schleswig-Holsteini vahel kui ka Itaalia ja Prantsusmaa vahel, sisuliselt samad.

Kui kõik oleks nii lihtne, ei olekski erinevaid valuutasid olemas. Peamine üleilmse ühise valuuta vastuargument on see, et makromajanduslike kuludega, mis tulenevad erinevatest šokkidest eri majanduspiirkondades, on lihtsam toime tulla, kui on olemas erineva intressimäärapoliitikaga eri valuutad. Põhiline seisukoht on, et kuna riigid või piirkonnad võivad olla majandustsükli eri faasides, on majanduse tasakaalu säilitamiseks vajadus kapitali hinna suhtes erinev. Põhimõtteliselt võiks see küsimus kerkida jällegi esile nii hästi Hamburgi ja Dresdeni kui ka Iirimaa ja Belgia vahel.

Sisuliselt ei ole selles argumentatsioonis mingit vahet ka rahaliitude ja usaldusväärsete fikseeritud vahetuskursside vahel. Mõistagi on vahe paljude poliitiliste aspektide mõju mastaabis. Näiteks on rahaliidust väljumise tõenäosus kindlasti väiksem kui loobumine vahetuskursi seotusest. Need argumentid ei muuda aga põhilisi ülekandemehhanisme. Nad pigem mõjutavad selles valemis ainult riskiparameetrite konkreetsete väärtuste hinnanguid.

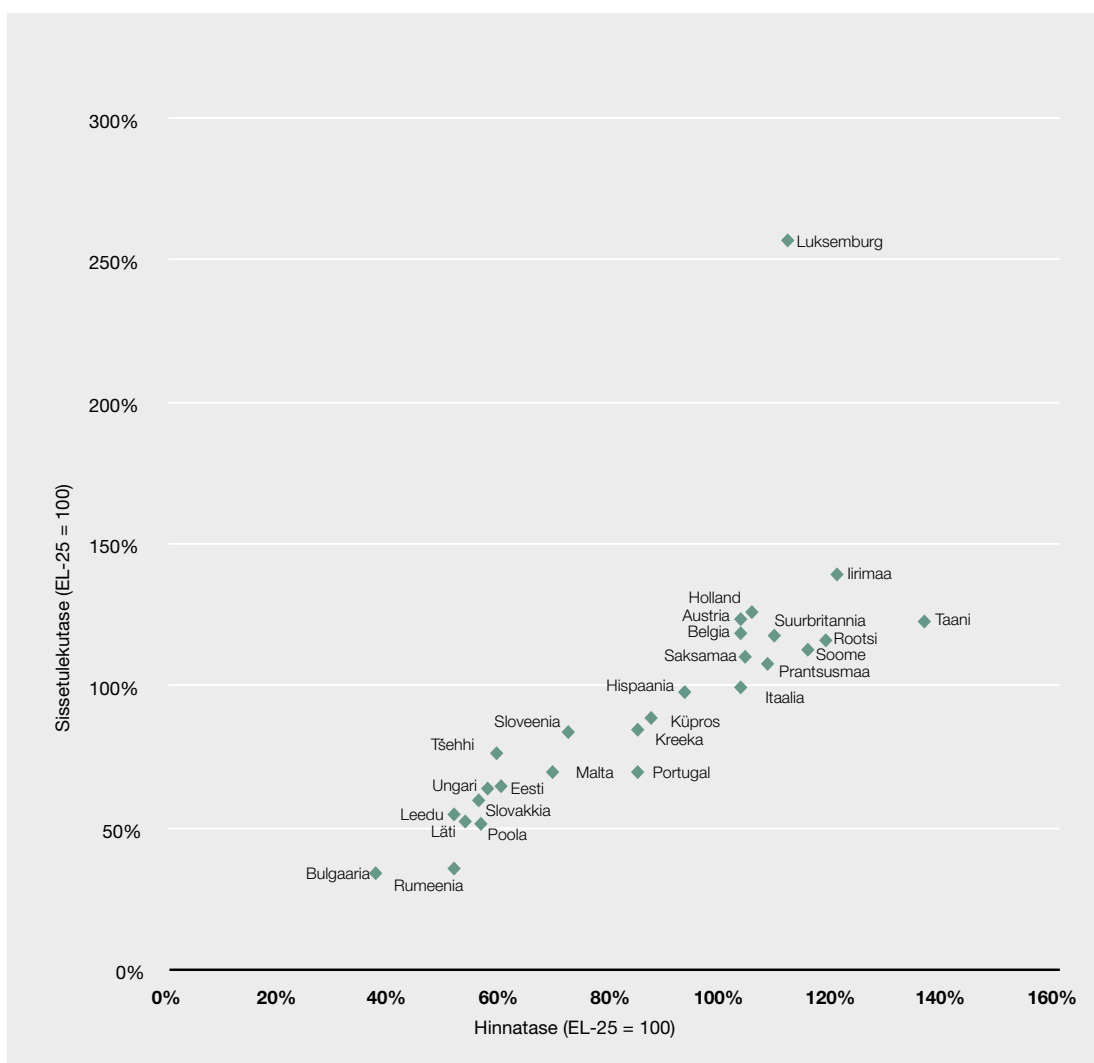
Muidugi võib vaielda, et kui riik või piirkond on rahaliidus, mõjutab see ka liidu otsuste tegemist

ja seega ei saa intressimäär „nii sobimatu“ olla. Kui me aga piirdume oma põhjendustes väikeste avatud majandusega riikidega, mis on piisavalt väikesed, et olla hinnavõtjad mitte üksnes üleilmsel tasandil, vaid ka euroala piires, ei ole see argument vettpidav. Näiteks võib küsida, kui palju said Hispaania-suuruse riigi (rääkimata väiksematest riikidest) majandusnäitajad kallutada euroala intressimäärasid enda jaoks „sobivamale tasemele“ selle sajandi majandusõitsengu ajal. Aus vastus on, et „üldse mitte“ või äärmisel juhul „väga vähe“.

Kuid kust läheb piir? Millal kaaluvad väliskaubanduse lihtsuse ja kaubeldavate hindade läbipaistvuse eelised üles hinna, mis tuleb maksta „sobimatu“ intressimäära eest? See on keeruline küsimus.

Valuutaga seonduvad valikud ja hinnataseme ühtlustumine

Kuni eelmainitud arutelu piirdub tavaliste tsükiliste vastuoludega erinevate majanduspiirkondade vahel, on asi küllaltki lihtne. Küll aga läheb tunduvalt



Joonis 1. Suhteline sissetuleku- ja hinnatase Euroopas 2006. aastal

keerulisemaks siis, kui toome sisse sissetulekute ja hindade taseme ühtlustumise mõiste. See, et pikas perspektiivis valitseb sissetulekute ja hindade taseme vahel tugev, peaaegu üksühene vastavus, on piisavalt tõestust leidnud, kuid see vastab tõele eelkõige sellistes paremini lõimunud majanduspiirkondades nagu Euroopa (vt joonis 1).

Selle põhjus on lihtne: kui majanduspiirkondade vahel kaubeldavate ressursside hinnad võrdsustuvad mis tahes tingimustel ühele tasemele, siis väliskonkurentsile suletud ressursid (sh oluline osa tööjõust) sõltuvad omakorda tööstuste ja väliskonkurentsile avatud kaupade ja teenuste pakkujate tootlikkuse tasemest. Teisisõnu sõltuvad väliskonkurentsile suletud kaupade ja teenuste hinnad avatud sektori palgatasemest. Viimane sõltub omakorda avatud sektori ettevõtete võimest olla maailmaturul konkurentsivõimeline.

Järelikult, kui riigi või majanduspiirkonna suhteline tootlikkus võrreldes ülejäänud maailmaga muutub, muutub ka tema tasakaaluline hinnatase, tuues seega esialgu kaasa kas kõrgema või madalama inflatsioonitaseme kui teistel (või sarnasel määral vahetuskursi kallinemise või odavnemise).¹

Seega võib ühe riigi või piirkonna avatud sektori positiivsete suhtelise tootlikkuse šokkide puhul üsna kindlalt väita, et inflatsioon püsib tavaliselt pikka aega kõrgem juhul, kui selles riigis või piirkonnas on fikseeritud vahetuskursi süsteem või kui see kuulub rahaliitu. Ujuva vahetuskursi režiimi tingimustes võib sama suure kindlusega väita, et nominaalne vahetuskursis kallineb, kui inflatsioon püsib võrreldava riigiga samal tasemel.

See viib näiliselt loogilise järelduseni, et fikseeritud vahetuskursi süsteemis või rahaliidus toob positiivne suhtelise tootlikkuse šokk kaasa püsivalt madalamad keskmised reaalsed intressimäärad järelejõudvates piirkondades, kuna nominaalsed intressimäärad ühtlustuvad intressimäära arbitraaži tõttu. Seega, kui oletada, et reaalse intressimäära tase tasakaalustab enne šokki SKP kasvu selle potentsiaalsel tasemel, siis on reaalne intressimäär nüüd püsivalt allpool oma loomulikku taset (kuni tootlikkuse kasvu mõju vaibub) – võimalik, et isegi negatiivne. Kui reaalsed intressimäärad pikemaajalisem tasakaalust kõrvalekalle oleks pikas perspektiivis majandusarengule kahjulik, siis negatiivset intressimäära peetakse eriliseks „murdepunktiks“, kuna sellest tasemest alates puudub „laenuvõtja dilemmale“ vastus, kuivõrd selles olukorras võiks ta oma heaolu suurendamiseks põhimõtteliselt lõputult raha juurde laenata.

Vastupidiselt sellele öeldakse, et ujuv vahetuskursis võiks järelejõudvaid majanduspiirkondi selle destabiliseeriva nähtuse eest kaitsta. Kuna poliitikakujundajad saavad määrata kodumaiseid intressimäärasid, peaks reaalne intressimäär alati loomulikule tasemele lähedamale jääma. Seega on reaalne intressimäär väidetavalt ujuva vahetuskursi puhul kõrgem kui fikseeritud vahetuskursi korral ning majanduskasv stabiliseerub sujuvalt oma potentsiaalsel arengutasemel. Loogiliselt peaks see omalt poolt viima tugevama pikaajalise kasvutrendi ja riigi jaoks kasulik olema.

See räägiks ujuva vahetuskursi režiimi kasuks ja võib viia järeldustes nii kaugele, kus see jätab varju fikseeritud vahetuskursi eelised (kaubanduse ja investeerimise soodustamine).

¹ Seda protsessi nimetatakse ka Balassa-Samuelsoni efektiks. Siiski tuleks siin olla ettevaatlik, sest kitsalt võttes ei viita see efekt üksnes tootlikkuse ja sissetulekute erinevustele kodu- ja välismaal, nagu tihti ekslikult arvatakse, vaid ka suhtelise tootlikkuse erinevustele avatud ja suletud sektoris riigisiselt. Asjakohased uuringud ei ole leidnud kaalukaid empiirilisi tõendeid, et kõik hindade ja sissetulekute taseme ühtlustumisprotsessid vastavad sellele teooriale. Järgnevalt hoidutakse arutlemast, kas see on seotud mõõtmisprobleemidega (kvaliteediaspekt, väliskonkurentsile avatud kaupade hindade suletud elemendid jne) või muude põhjustega ning viidatakse seega hinnatase järelejõudmise protsessile, et vältida ebavajalikku arutelu selle akadeemilise üksikasja üle.

Kas rahaliidud mõjuvad siis majanduskasvule halvasti?

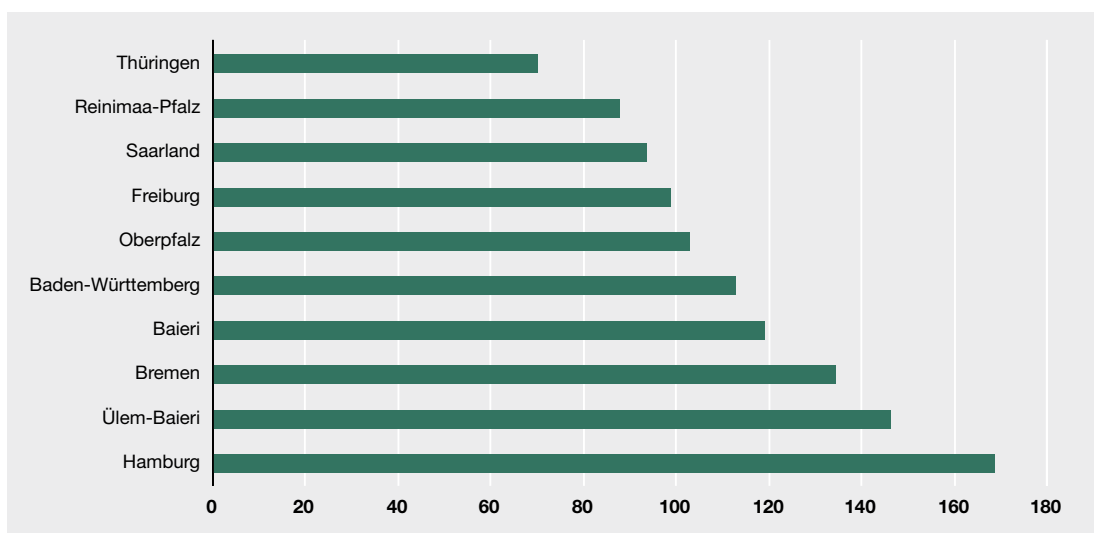
Ometigi jõuame pärast selle väljaütlemist veidra järelduseni. Kui rahaliitude ja fikseeritud vahetuskursside vahel fundamentaalseid erinevusi ei ole (nagu eespool selgus), peaksime rahaliidusiseseid sarnaseid pakkumisšokke analüüsides saama sama tulemuse. Niisiis, kui rahaliidus esineb sissetulekute ja hindade taseme ühtlustumist, peaksime need riigid või piirkonnad nende endi huvides liidust vähemalt mõneks ajaks välja arvama – ning mitte üksnes vaesemad mahajääjad, vaid ka need, kes suudavad teisi sissetulekute kõrge taseme poolest ületada.

Teine variant oleks püüda iga hinna eest vältida suhtelisi muutusi eri piirkondade sissetulekutes. Seda öeldes väidame automaatselt, et rahaliidus on majanduspoliitika eesmärk hoida vaesed riigid vaestena ja rikkad rikastena (vt joonis 2), püüdes samal ajal ennetada, et mõne piirkonna või riigi tootlikkuse kasv ei edestaks kogemata teiste oma. Imelik, kas pole? Kas meie eeltoodud argumentatsioon on siis mõni lünk?

Tõepoolest, üldiselt on selline mõttekäik lünklik. Pole ühtegi põhjanevat põhjust, miks peaks üks või teine vahetuskursisüsteem oma olemuselt olema väikestes avatud majandusega riikides stabiilse ühtlustumise jaoks tulemuslikum. Seda saab seletada kahest aspektist. Esiteks, reaalse intressimäärade vahe on finantslõimumise tingimustes kas pelk illusioon või soovunelm. Teiseks, põhiargumenti (reaalsed intressimäärad) mõistetakse tavaliselt oodatava sissetulekute ja hindade ühtlustumise kontekstis valesti.

(Reaalse) intressimäära pariteet – kas oleme selle unustanud?

Väide, et fikseeritud vahetuskursiga riikides puudub iseseisev intressimäärapolitiika, tugineb nominaalse intressimäära pariteetsuse eeldusele. Kui eriomased riigi- või krediidiriski komponendid välja arvata, on see ilmselgelt ka Eesti puhul vahetuskursi juhtimisel paika pidanud. Kõige selgemalt on seda olnud näha käesoleval sajandil, kui Eesti pangasektor lõimus sisuliselt tervenisti Põhjamaade pangandussüsteemiga.



Joonis 2. SKP elaniku kohta valitud Saksamaa piirkondades 2006. aastal (ostujõu pariteedi alusel; Saksamaa keskmine = 100)

Tihti peale aga unustatakse, et samade kapitalituru lõimumise eelduste tingimustes peab pariteetsus paika ka *reaalsete* intressimäärade puhul. Reaalsed intressimäärad peaksid tõesti piirkondade vahel võrdsustuma, kui eraisikud ja ettevõtted käituvad vastavalt ratsionaalsetele ootustele ning turujõududel lastakse täielikult toimida, et tasakaalustada nõudlust ja pakkumist nii kaupade ja teenuste kui ka tootmistegurite järgi.

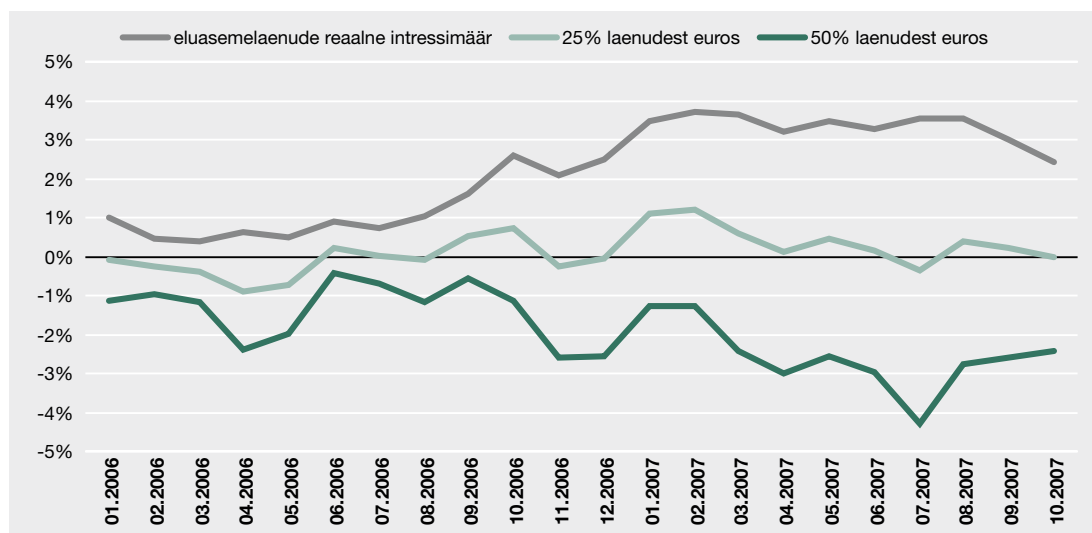
Kui võtta arvesse võimalust laenata välisvaluutades, mille suhtes riigi valuuta kallineb, ei saa kumulatiivsed *reaalsed* intressimäärad erineda, kuna kallinemise ajend – suhtelise tootlikkuse šokk – ei erine. Selleks, et (väidetavalt) negatiivseid reaalseid intressimäärasid ära kasutada, tuleks lihtsalt laenu võtta selles välisvaluutas, mis kodumaise valuuta suhtes odavneb. Kuna võib eeldada, et vahetuskursi kallinemine on suhteliselt kindel (kuna hinnatase eeldatavasti tõuseb), võib oodatav reaalne intressimäär olla sellise laenamise puhul suuresti negatiivne. Seega kannab vahetuskursirežiim lihtsalt

kogu võimaliku hinnatõusu või osa sellest ühest varaliigist teise üle.²

Praktikas võib seda illustreerida, arvutades välisvaluutas laenamise eri tasemed reaalse intressimäära arvutuste osana riikides, kus nominaalne vahetuskurs on tublisti kallinenud (vt nt Slovakkia juhtumit joonisel 3).

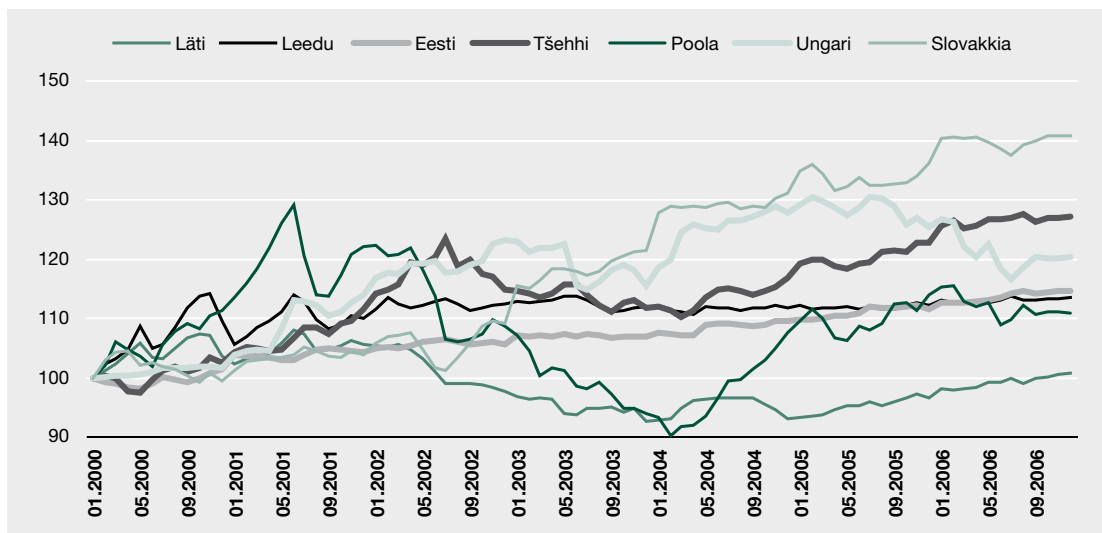
Teine võimalus selle illustreerimiseks on jälgida hinnataseme muutusi reaalse efektiivse vahetuskursi kontekstis või konkreetsete varaliikide hindu riikides, mis ei kuulu Euroopa Majandus- ja Rahaliitu (vt joonis 4). Nagu joonistest nähtub, muutub reaalse intressimäära pilt ujuva vahetuskursiga režiimis märkimisväärselt, kui võtta arvesse välisvaluutas laenamise võimalust.

Kokkuvõtteks võib öelda, et kui finantsturud toimivad hästi ja kapitalipiiranguid ei ole, ei tohiks vahetuskursipoliitika reaalsed intressimäärade kujunemist mõjutada.



Joonis 3. Reaalne intressimäär Slovakkias valuutakorvi eri arvutuste põhjal (ex post, THI-põhine, eluasemelaenu intressimäär, eeldades välisvaluutas laenamise puudumist või 25% või 50% ulatuses euros laenamist)

² Tehnilisem selgitus lisas A.



Joonis 4. Reaalsed vahetuskursid valitud ELi uutes riikides (2000 = 100, TH-i põhisel)

Kas me siis soovime kapitalipiiranguid?

Miks aga arvatakse, et ujuval vahetuskursil põhinev rahapoliitika suudab väikest avatud majandusega riiki välisšokkide eest kaitsta? Levinud vastus, et see suurendab välisvaluutas laenamise riski ja seega reaalseid intressimäärasid, ei ole toimivate turgude puhul sisuliselt õige, nagu eespool nägime. Muidu ei peaks me rääkima „suhtelisest kindlusest“. Siiski on kaks selgitust, kuidas see võib paika pidada.

Esimesel juhul siis, kui nominaalne vahetuskurs kallineb põhjendamatult palju ja päädib valuuta lühiajalise üleväärtustamisega. Tõepoolest, kui hinnatase tõuseb liiga palju ja liiga kiiresti ning valuuta on üleväärtustatud, kaob sellest hetkest alates „suhteline kindlustunne ühtlustumise suhtes“, kuna on olemas head põhjendused ka valuuta odavnemiseks. See, kas nominaalse ja ka reaalse vahetuskursi ulatuslik kallinemine paljudes ujuva kursiga liikmesriikides peatselt pärast ELiga ühinemist kinnitab seda fenomeni või mitte, on juba teine teema. Igal juhul ei ole käesoleva artikli eesmärk hinnata, kas valutaturg on oma olemuselt esialgsele ülereageerimisele altim kui muud kauba- ja varade turud või kas sellise strateegia järgimine on

rahapoliitikas mõistlik. Seepärast käesolev artikkel seda küsimust ei käsitle.

Veel üks põhjus, miks vahetuskursipoliitika võib tähtsust omada, on see, et ujuv vahetuskurs toimib ühel või teisel põhjusel kapitalivoo kaudse piiranguna. Kui otsesed või kaudsed kapitalivoo piirangud on kas või mõningal määral tõhusad, näiteks hõlpsasti kättesaadavate riskimaandamisvõimaluste puudumise tõttu, võivad nad tõepoolest majanduses kapitali pakkumist piirata ja seeläbi reaalselt intressimäära suurendada.

Kokkuvõttes peaksime seega endalt pigem küsima, kas riikides, kus on käimas lähenemisprotsess, on üldse kasulik kehtestada mingit sorti kapitalipiiranguid. See võib küll jätta ruumi rahapoliitika kaitsmiseks, kuid piirab finantsturu lõimumist ja tõhusat toimimist.

Järelikult kui tahame teada saada, kas ujuva vahetuskursi režiim on fikseeritud vahetuskursi režiimist parem, tuleks iseseisva intressimäärapoliitika eelseid mõõta mitte üksnes selle suhtes, kas kaupade ja hindade võrreldavuse stabiilsus väheneb, vaid ka finantsvahenduse tõhususe ja sellega seotud

potentsiaalse majanduskasvu vähenemise suhtes. Selle hindamine jääb käesoleva artikli teemast välja, kuigi selle küsimuse tõstatamine Euroopa Liidu kontekstis tundub niikuinii ebaloomulik, kuna ELi arendamise üks peamisi põhimõtteid on kapitali vaba liikumise toetamine.

Mis asi reaalne intressimäär üldse on?

Vaidlus kapitalivoo piirangute mõttekuse üle ei ole järelejätmisprotsessis siiski ainus probleem reaalse intressimäära dilemmas. Teine aspekt on seotud selle mõõtmisega ja võib viia järelduseni, et kogu probleem on ülepaistatud.

Selle argumendi selgitamiseks peaksime endalt alustuseks küsima, miks reaalne intressimäär meid üldse huvitab.

Esiteks, see võib mõjutada sääste. Kui säästude reaalne tulususe määr on kaupade hindade kallinemise taustal negatiivne, on mul soovitatav kaupa täna varuks koguda või vähemalt neid tooteid kohe tarbida, selle asemel et raha pangas hoiustada. Mis veel hullem – kui minu makstava kapitali hind on väiksem kui kaupade või suhteliselt riskivabade investeeringute eeldatav hinnatõus, on otstarbekas lisaks säästetud raha väljavõtmisele võtta ka peaaegu lõputult laenu ja suurendada nii tänast tarbimist (ja mittedäästmist) veelgi.

Siiski tuleb kohe märkida, et seda olulist majandusnähtust on teadupärast äärmiselt raske mõõta.³ See ei ole otseselt võrreldav näiteks reaalkulude mõistega. Viimase puhul on meil kogu vajalik teave kättesaadav, kuna minevikku saab mõõta. Näiteks me teame, mitu krooni kulutati kingadele ja kui palju oli see summa võrreldes eelneva perioodiga suurem selle tõttu, et sooviti rohkem kingi omada, ja kui palju lihtsalt selle tõttu, et kingade hind oli tõusnud.

Reaalsete intressimäärade puhul mõõdame me kapitali hinda varade väärtuse *edasise* languse suhtes. Täpsemalt öeldes: me püüame mõõta, kuidas inimeste *arvates* need hinnad *tulevikus* muutuvad.

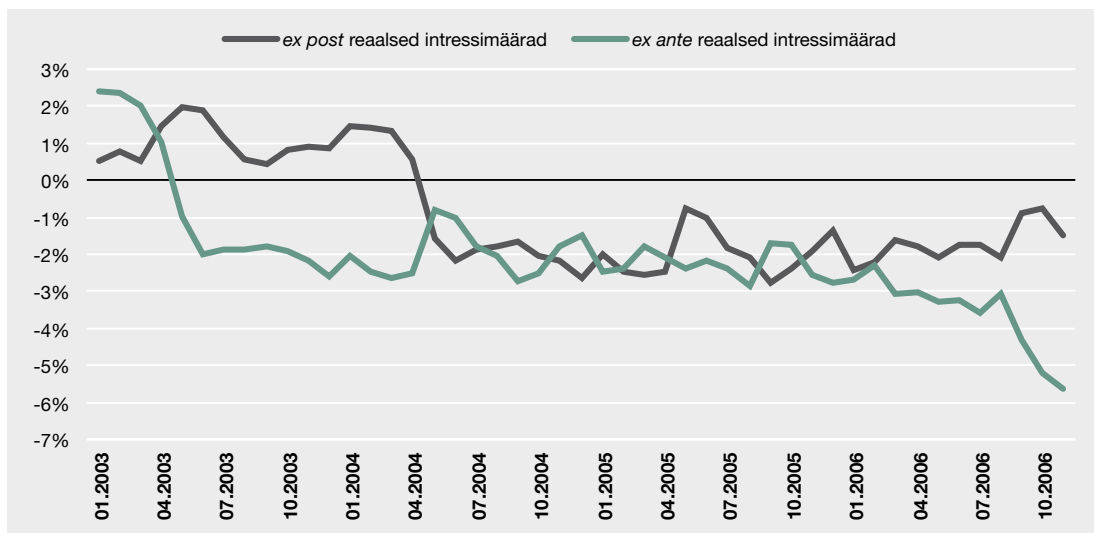
Kuna me aga seda täpselt ei tea, siis üldjuhul eeldame, et inimesed tuginevad oma tulevikuootuste kujundamisel lähiminekule. Sageli toimibki see kõige paremini, kuid põhjustab märkimisväärseid väärtõlgendusi, eelkõige perioodidel, mil hinnad kõiguvad teadaolevalt ajutiste tegurite mõjul või näiteks kui on selge, et inflatsioon hakkab aeglustuma. Seega võib arvata, et vaevalt Eesti 1990ndate aastate disinflatsioon või kurikuulus suhkruhinna tõus pärast ELiga ühinemist rahvale edasiste pikaajaliste säästmis- või investeerimisotsuste tegemiseks head tugipinda pakkus (vt joonis 5).

Kuid sellega pole veel kõik mõõtmise aspektid kaetud. Tekib ka küsimus, millist korvi tuleks nominaalse intressimäära vähendamiseks kasutada. Reaalsete intressimäärade arvutamisel võetakse tavaliselt aluseks THI. See on ka loogiline, kuna THI peaks olema laiema üldsuse jaoks kõige lihtsam indikaator.

Kui nüüd aga tulla tagasi küsimuse juurde, miks on reaalne intressimäär nii oluline, siis tuleks endale meelde tuletada, et see pole mitte fakt, et elu muutub järgmisel aastal kõrge inflatsiooni tõttu viletsaks, mis meid seejuures huvitab. Meie jaoks on oluline, kas sellele teadmisele tuginedes on täna arukas oma tarbimis- ja säästmisharjumusi muuta. Selle väite peale võiks küsida, miks meid siis huvitab, mis hinnaga on tulevikus juukselõikus, klaveritunnid, ühistransport, jäätmekäitlus ja paljud muud teenused.

Tõepoolest, teadmine, et need teenused suure töönaosusega järgmise viie aasta jooksul kallinevad, ei

³ Selle aspekti mõju eurosüsteemile on käsitletud ka Euroopa Keskpanga 2004. a septembri kuubülletäänis (vt taustinfo 3 „Reaalsete intressimäärade mõõtmine euroala riikides“, http://www.eestipank.info/pub/et/dokumendid/publikatsioonid/EKP/bylletaan/_2004/_9_2004.pdf).



Joonis 5. Hoiuste ex ante ja ex post reaalsed intressimäärad Eestis (tähtajalised hoiused, 12 kuud)

ajenda mind neid teenuseid täna kaks korda rohkem kasutama. Nagu ka teadmine, et tõenäoliselt kallineb hambaravi järgmise viie aastaga, ei pane mind loobuma igapäevasest suuhügieenist, et oleksin sunnitud veidi varem hambaarsti juurde minema.

Miks me siis ikkagi kasutame reaalse intressimäära arvutamiseks THId? Esiteks võib eeldada, et need suhtelised hinnamuutused on pikas perspektiivis sümmeetrilised ja liiga väikesed, et üldsuse jaoks tähelepanuväärsed olla. See teeb meie (kui majandusteadlaste) elu tõenäoliselt lihtsamaks ega ole väga kaugel tegelikust igapäevaelust tavatingimustes, kus meil puudub hinnatasemete edasise muutmise suhtes kindlustunne.

Hindade ühtlustumise ja reaalse intressimäärade anatoomia

Eelnevalt nimetatud eelduse sobilikkus riikide tulutasemete ühtlustumise või ebaühtlustumise protsessis on aga väga kaheldav.

Kogu ühtlustumise idee tugineb ju oletusele, et avatud sektoris toimub kiire hinnatasemete ühtlustumine; suletud sektor jõuab hiljem järele koos tootlikkusest tingitud palgakasvuga avatud sektoris.⁴

Ent nagu eespool näidatud, huvitavad meid reaalse intressimäära arvutamisel tegelikult ainult kaubad ja teenused, mille tarbimine on n-ö ajalisel *nihutatav*.⁵ Nende teenuste hinnad, mida saame või peame tarbima ainult teatud ajal (st tarbimine on ajas *nihutatav*), ei tohiks meile kui ratsionaalsetele majandusagentidele huvi pakkuda. Näiteks saab siia alla liigitada mitmesugused teenused. Samuti kuuluvad siia mittepüsikaubad, nagu erinevad toidukaubad (nt värske piim või juurviljad). Kuigi selline liigitus ei vasta täielikult kaupade ja teenuste jaotusele avatud vs suletud sektori omadeks, on sarnasus väga suur. Seepärast võime järeldada, et hinnataseme ühtlustumine, mis kajastab tootlikkust ja sissetulekute järelejäädumise protsessi, on pikas perspektiivis seotud peamiselt ajas mitterihutatava tarbimisega seotud kaupade ja teenuste hinnatõusuga.

⁴ Taas tuleb rõhutada, et analüüsides üksikasjalikult, kas see, et tarbija ostukorvides pole täheldatud väliskonkurentidele avatud kaupade hinnataseme täielikku ühtlustumist ELi keskmisele tasemele, tuleneb mõõtmisprobleemidest või millestki muust (nt otsesed või kaudsed kaubandustõkked), ei ole selles kontekstis kuigi tähtis.

⁵ Investeeringute küsimust siin eraldi ei analüüsita. Siiski tuleb mainida, et kuigi järelejäädumise protsessis väljendab suletud sektorite kõrgem inflatsioon eelkõige kulutegureid, ei tähenda see, et nendesse sektoritesse investeerides saab sellest protsessist täiendavat kasu.

Niisiis, kui inimesed mõistavad hinnataseme ühtlustumise loogikat, on THI korv ja selle järelhindamine ainult üks võimalik viis reaalse intressimäära prognoosimiseks. Kõige tõenäolisemalt pakub selline prognoos välja ainult selle alammäära. Ratsionaalselt mõtlev inimene ei tohiks seda täielikult järgida, kuna see alahindab säästmise tegelikku väärtust või raha laenamise reaalkulu.

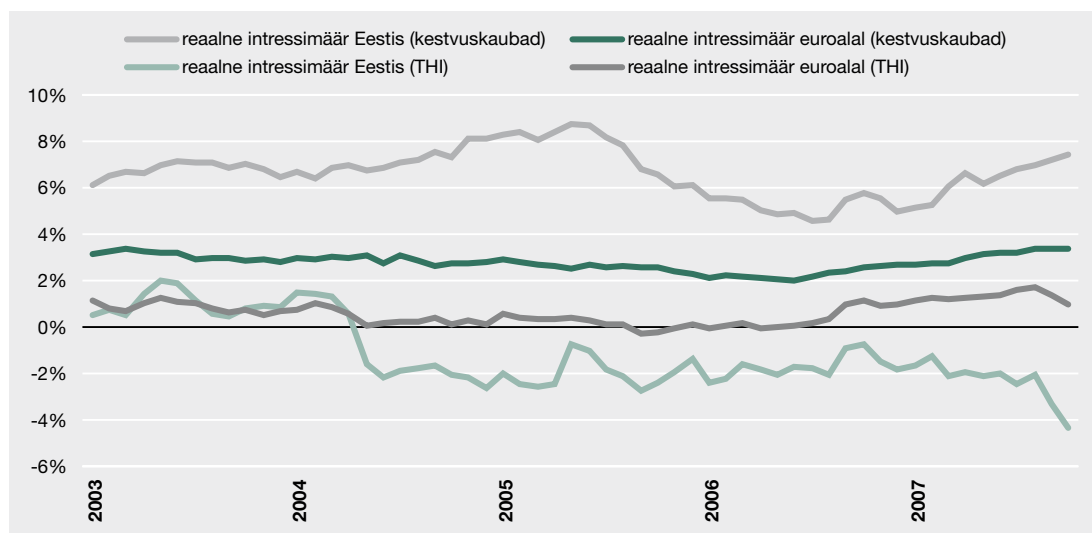
Alternatiivne lähenemine ülemmäära leidmiseks on tugineda reaalse intressimäära arvutamisel ainult tööstuskaupade korvile või koguni ainult kestva-kaupade korvile. Need on kindlasti sellised tooted, mille puhul tarbimine on ajas nihutatav ja mille hinnatõus võib seega mõjutada inimeste säästmis- ja investeerimisotsuseid (vt joonis 6).

Siiski on ilmne, et sobivaim korv reaalse intressimäära arvutamiseks on midagi nende kahe vahepealset, kuna on veel palju teenuseid, mille tarbimist on mõistlik ja võimalik ajas nihutada, tuginedes

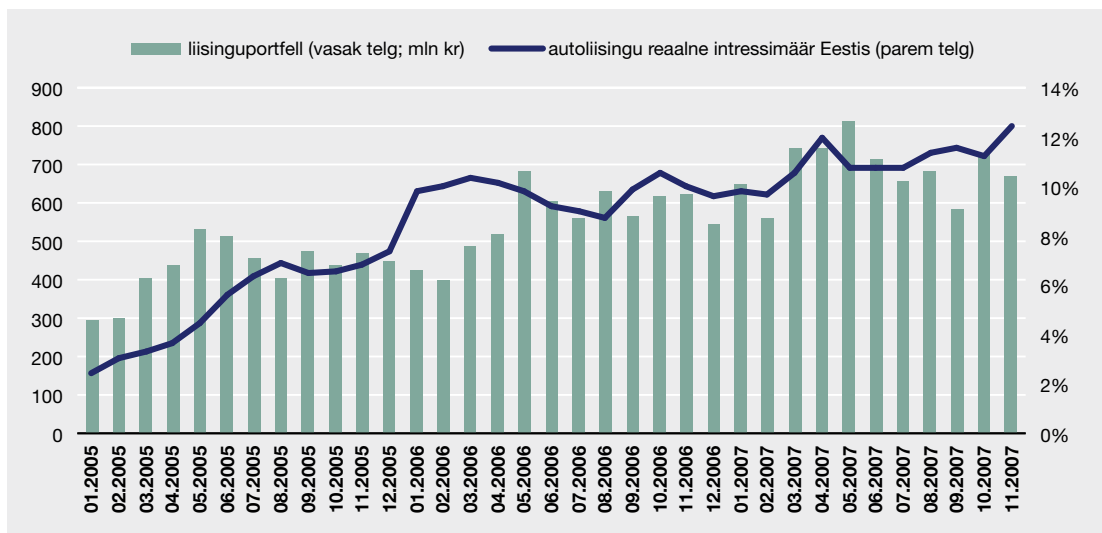
„suhtelisele kindlustundele“ nende edasise kallinemise suhtes. Nende hulka kuuluvad näiteks tööjõuteenused ehituses ja kinnisvara renoveerimises.

Näiteks võib arvutada Eesti autoliisingu reaalse intressimäära alates aastast 2001 (vt joonis 7). Nagu näha, ei saa negatiivsete reaalse intressimäärade argument iseenesest olla kuigi suure tähtsusega, selgitamaks nende aastate automüügi buumi, kuna nende tehingute reaalsed intressimäärad on püsitud selgelt positiivsed.

Kokkuvõttes võib öelda, et kuigi on alust arvata, et reaalsed intressimäärad on olnud Eestis ühtlustumisprotsessi jooksul optimaalsest mõnevõrra madalamad, on püsivalt negatiivsete reaalse intressimäärade argument hindade ja sissetulekute ühtlustumise kontekstis kas väike või olematu. Niisiis, kui see ei kujuta endast suurt majanduspoliitilist probleemi, siis mida järeldada sellest hiljutisest Eesti majandussündmusest ja mis oleksid järeldused poliitika jaoks?



Joonis 6. Reaalsed intressimäärad Eestis ja euroalal eri kaubakorvide põhjal (ex post, 12 kuud, erasisikute tähtjaliste hoiuste intressimäärad)



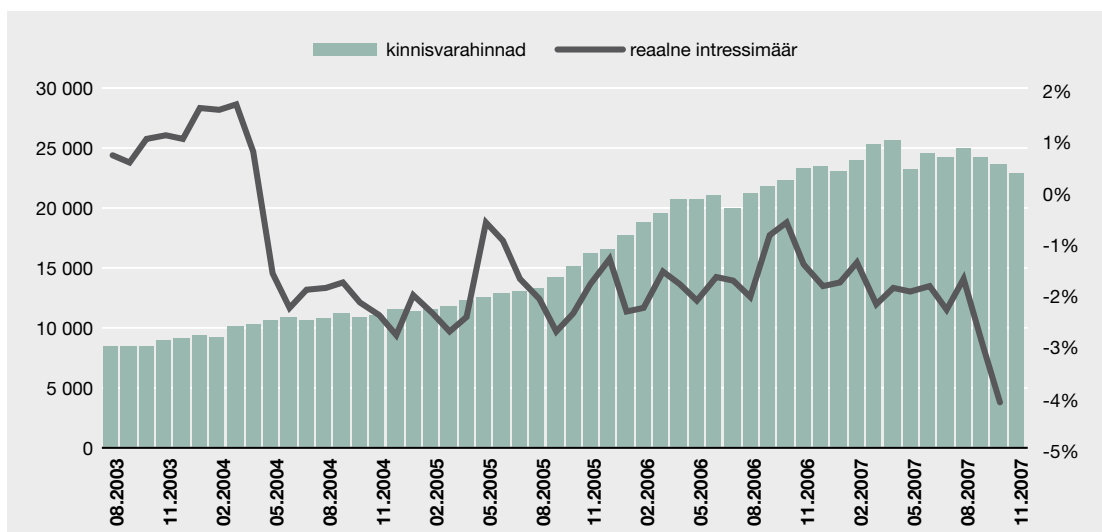
Joonis 7. Autoliisingu maht ja autolaenude reaalne intressimäär (liisingu intressimäärad deflateeritud autohindadega, ex post)

Kas Eestis ei olnud mitte kinnisvaramull?

Kõige tõenäolisemalt võib Eesti kinnisvarahindade arengu 2005. aasta lõpus ja 2006. aasta alguses kirjeldada kui varade hinnamulli. Kuid miks? Ja miks see ei toimunud varem ega hiljem? THI põhjal arvatud negatiivsete reaalsete intressimäärade argument ei sobi muude asjaoludega kokku, nagu seda hiljem tõestas ka 2007. aasta, kui sellise

arvutuse järgi veelgi negatiivsemad reaalsed intressimäärad ei toonud kaasa kinnisvarahindade tõusu (vt joonis 8).

Seda, miks huvi selle konkreetse varaliigi vastu 2005. aastal nii järsult muutus, selgitab kaks tegurit. Esimene on seotud tulevaste sissetulekute tegeliku ja prognoositud kasvuga. Üks põhjus oli see, et Eesti majanduse reformid olid kestnud juba terve



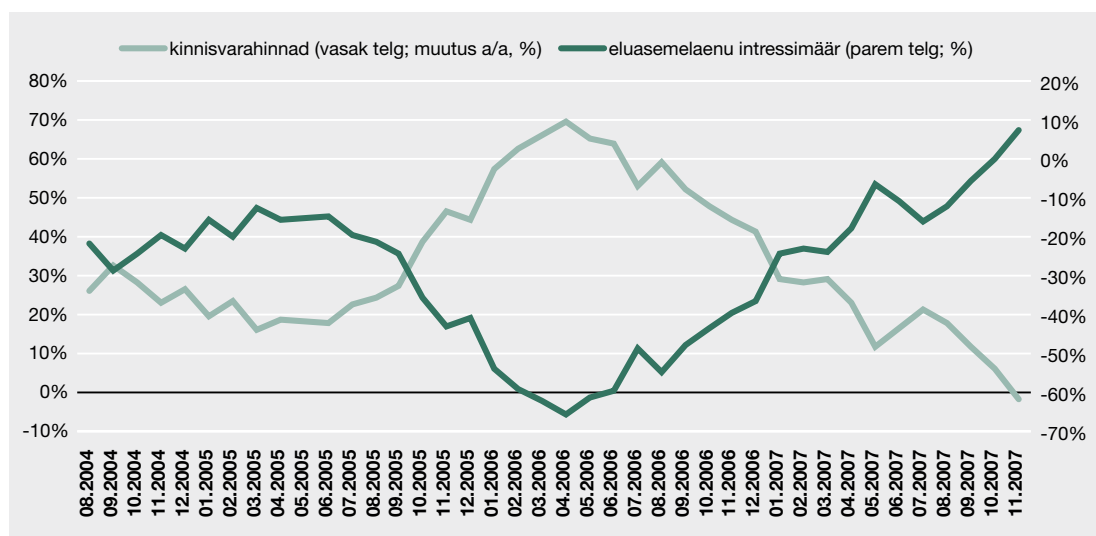
Joonis 8. Kinnisvarahinnad Tallinnas ja THI-põhine reaalne intressimäär (eraisikute tähtajaliste hoiuste intressimäär, ex post, hinnad kr/m²)

kümnendi ja majanduskasv oli püsinud väga tugev. Selle taustal olid ettevõtete kasumid saavutanud kõrgeima taseme võrreldes nende varasemate tulemustega. Lisaks mängis olulist rolli tööturu avanemine pärast ELiga ühinemist. Kuigi piiriülene tööjõuliikumine oli toimunud ka enne 2004. aastat, kasvas see pärast ELiga ühinemist märkimisväärselt. Lisaks sellele, et see mõjutas otseselt sissetulekuid, oli veelgi olulisem, et töötajate kindlustunne tulevaste sissetulekute ühtlustumise suhtes kasvas. Nimelt said nad kinnitust oma konkurentsivõimelisusele Euroopa tööturul, kus sissetulekud on tunduvalt suuremad.

Teine suur muutus oli seotud finantslõimumise kiire süvenemisega. Tuginedes majanduskeskkonna suuremale usaldusväärsusele, pikendasid Põhja-maade pangad, kes sisuliselt kujundavadki Eesti pangandussüsteemi, eluasemelaenude tähtaegu, ühtlustades need oma traditsioonilisel siseturul levinud tasemega. Arvestada tuleks asjaolu, et tähtaegade pikendamine 15 aastalt 30-le võimaldab laenuvõtjatel tulla toime kuni 50% kõrgema hinnatasega hüpoteekidega, ilma et see suurendaks nende praegust laenuteenindamiskoormust.

Suuremate sissetulekuootuste ja paremate finantseerimistingimuste tõttu ei ole väga tugev lühiajaline surve kinnisvarahindadele kui varaliigile sugugi üllatav. Samuti ei ole üllatav, et suhteliselt lühikeses aja jooksul oli sellel turul spekulatsioon väga tulus. Kuna kinnisvaranõudlus kajastas ka paremate elamistingimuste „reaalset nõudlust“ ja kuna hiljutise ajani oli Eesti elamufond võrreldes ELi keskmisega palju väiksem, põhjustasid ka need tegurid pakkumise lühiajalist järsku tõusu aastatel 2006–2007.

Alusvara lühiajaliste hinnatõusude tasakaalustamiseks oleksid intressimäärad pidanud ühel hetkel olema umbes 60–70%, et tagada kinnisvaratagatise laenamisele positiivsed intressimäärad. Kinnisvaraturu tehinguhindade andmete järgi muutus aga olukord kiiresti. Alates 2006. aasta keskepaigast on tulu olnud väike ning muutus 2006.–2007. aastal esialgsete andmete kohaselt negatiivseks (vt joonis 8). Kuna nominaalsed intressimäärad jätkasid käsikäes euroala intressimääradega suurenemist, muutus kinnisvaratagatise laenamise tegelik reaalne intressimäär selgelt positiivseks. See on tugevas vastuolus tavapärase THI korvil põhineva reaalse intressimäära arvutusega (vt joonis 9).



Joonis 9. Muutused kinnisvarahindades ja eluasemelaenu reaalses intressimääras (hüpoteeklaenu intressimäärad defleeteritud majahindade muutustega, ex post)

Kuidas tulla toime liigoptimistlike ootustega?

Investeeringute ühtlustamine kirjeldatud kujul ei ole iseenesest rahasüsteemi stabiilsusele halb, kuna see võib viidata majanduse tasakaalustumisele. Nagu ka mujal on varem palju kordi juhtunud, ei ole siiski tõenäoline, et inimeste ootused püsivad kogu protsessi vältel täiesti realistlikuna. Näiteks, kuna ühtlustamine ise põhjustab lühiajalist järsku kasvu, võib see varajases staadiumis tekitada ülemäära optimistlikke sissetulekuootusi keskmises perspektiivis. See omakorda võib tuua kaasa olukorra, kus varade hinnad suurenevad alguses kiiremini ja võimalik, et isegi liiga palju.

Liigoptimistlike ootuste kontrollimine on aga, nagu igal pool mujalgi, poliitika kujundamise seisukohast väga keeruline. Vastutsükliline eelarvepoliitika või struktuuripoliitika võivad (kuigi need iseenesest on väga teretulnud poliitikameetmed) usaldusväärse suurendamise kaudu tegelikult inimeste liigset optimismi lühemas perspektiivis veelgi suurendada ja niimoodi lühikest aega probleemi isegi paisutada. Muidugi peaksid poliitikud vähemalt üritama liiga kiire ühtlustumise ootusi oma avalike sõnavõtude või prognooside kaudu vähendada.

Rahapoliitika on ise samuti olnud liigoptimistlike

tulevikuootuste kujunemise kontrollimisel suhteliselt ebaedukas. Ka pole nn iseseisval intressimäärapoliitikal ujuva vahetuskursi süsteemi tingimustes paljudel puhkudel õnnestunud selle tsükli optimaalset sujuvust tagada.

Seega ei ole siin rahapoliitika seisukohast tingimata põhiline rakendada lühiajalist, vastutsüklilist intressimäärapoliitikat, vaid pakkuda keskmiseks perspektiiviks inimestele pidepunkte, mis vähendaksid liigoptimistlike ootusi juba algusest peale või vähemalt nii pea kui võimalik. Mida kiiremini need ootused normaliseeruvad, seda vähem peab muretsama majanduskasvu ebastabiilsuse pärast.

Järelikult võib fikseeritud vahetuskursi poliitika, või veelgi enam – rahaliit, olla selliseks vahendiks väikeses avatud ja lõimunud majandusega riigis. Kui poliitika on usaldusväärne, annab see välismaiste hinnavõrdluste kaudu loomulikud piirmäärad hinnatasemetele ning kui näiteks palgad või vara (nt kinnisvara) hinnad kasvavad ülemäära, kerkib „turu-realism“ taas kiiremini esile. Praegu võiks selle kinnituseks tuua, et kinnisvaraturu õitseng Eestis kestis 2005. ja 2006. aastal suhteliselt lühikest aega.

Selles osas on kohtuotsus aga veel langetamata...

Lisa A

Seda, kas reaalsed intressimäärad sõltuvad kasutatavast vahetuskursirežiimist, on võimalik vaadelda lihtsa analüütilise avatud majanduse mudeli abil. Olgu selles mudelis inflatsioon π leitud kaalutud keskmise hinnakasvuna avatud sektoris π_T ja suletud sektoris π_N ning kaalud vastavalt β ja $(1-\beta)$ (vt võrrand a). Rahvusvahelisele konkurentsile avatud kaubaturud tagavad, et avatud sektori kaupade hinnad on võrdsed välismaiste samaväärsete kaupade hindadega. Järelikult võrdub ka avatud sektori kaupade inflatsioon välismaiste avatud sektori kaupade omaga, π_T^* , millele lisandub nominaalse vahetuskursi muutus Δe (positiivne Δe vastab valuuta odavnemisele) (vt võrrand b). Suletud sektori inflatsiooni kirjeldab Balassa-Samuelsoni efekt; st väliskonkurentsile suletud kaupade hinnad kasvavad kiiremini kui konkurentsile avatud kaupade hinnad. Erinevus inflatsioonis on põhjustatud erinevusest tootlikkuse kasvust vastavates sektorites. Konvergeeruvates riikides ületab suletud sektori tootlikkuse kasv γ_N avatud sektori tootlikkuse kasvu γ_T , kuna suletud sektori tootmistehnoloogia on suhteliselt mahajäänud ning seega tehnoloogiline progress kiirem. Vahe tehnoloogilise progressi kiiruses kandub suletud sektori kõrgemasse inflatsiooni sektoritevahelise palgatasemete võrdsustumise kaudu, st tootmiskulude kasvu mõjul. Vastav mõju on seda suurem, mida tööjõumahukam on suletud sektori toodang võrreldes avatud sektoriga. Suhtelist tööjõumahukust väljendab võrrand $\eta = \mu_{LN} / \mu_{LT}$, kus μ_{LN} ja μ_{LT} on vastavad tööjõu osakaalud nende kahe sektori toodangus (vt võrrand c). Vaadeldav mudel eeldab ka katmata intressipariteedi kehtimist, mida väljendab võrrand d. Katmata intressipariteedi järgi – välistamaks arbitraažitulude teenimise võimalust – peab sisemine nominaalne intressimäär i võrduma välismaise nominaalse intressimäära i^* ja nominaalse vahetuskursi muutuse summaga. Võrrandi e järgi võrdub reaalne intressimäär r nominaalse intressimääraga, millest on lahutatud inflatsioon.

- (a) $\pi = \beta \pi_T + (1-\beta) \pi_N$
- (b) $\pi_T = \pi_T^* + \Delta e$
- (c) $\pi_N = \pi_T + \eta \gamma_T - \gamma_N$
- (d) $i = i^* + \Delta e$
- (e) $r = i - \pi$

Võttes aluseks eespool esitatud mudeli ja kombineerides võrrandeid a, b ja c, väljendub fikseeritud vahetuskursiga ($\Delta e = 0$) riikide inflatsioon järgmiselt:

$$(f) \quad \pi = \pi_T^* + (1-\beta)(\pi_T + \eta \gamma_T - \gamma_N) = \pi_T^* (1-\beta) (\eta \gamma_T - \gamma_N)$$

Ujuva vahetuskursiga riikides väljendab inflatsiooni järgmine võrrand:

$$(g) \quad \pi = \beta(\pi_T^* + \Delta e) + (1-\beta)(\pi_T^* + \Delta e + \eta \gamma_T - \gamma_N) = \pi_T^* + \Delta e + (1-\beta)(\eta \gamma_T - \gamma_N)$$

Eeltoodu näitab, et inflatsioon võrdub mõlemal juhul välismaise inflatsiooniga π_T^* , millele lisandub hinnatasemete ühtlustumisest tulenev inflatsiooni kiirendav mõju. Välismaisest inflatsioonist suuremat kodumaist inflatsiooni seletab Balassa-Samuelsoni efekt, $(1-\beta)(\eta \gamma_T - \gamma_N)$, mis on seda tugevam, mida suurem on suletud sektori osakaal. Lisaks on ujuva vahetuskursiga riigi inflatsioon $-\Delta e$ võrra madalam; $-\Delta e$ vastab riigi valuuta nominaalse kallinemise määrale. Kuid kas see tähendab ka seda, et reaalsed intressimäärad on ujuva vahetuskursiga majanduses samuti kõrgemad? Seda on võimalik näha, kasutades võrrandeid

d ja e ning võttes aluseks võrranditega f ja g väljendatud inflatsiooni. Ujuva vahetuskursiga režiimi korral on reaalne intressimäär järgmine:

$$\begin{aligned}
 \text{(h)} \quad r &= i - \pi \\
 &= i^* + \Delta e - \pi \\
 &= i^* + \Delta e - \pi_T^* - \Delta e - (1 - \beta)(\eta\gamma_T - \gamma_N) \\
 &= i^* - \pi_T^* - (1 - \beta)(\eta\gamma_T - \gamma_N)
 \end{aligned}$$

Ülal esitatud võrrandi puhul on olulisim tähelepanek see, et reaalne intressimäär ei sõltu nominaalse vahetuskursi kallinemisest. Kodumaine reaalne intressimäär võrdub välismaise reaalse intressimääraga $i^* - \pi_T^*$ ja Balassa-Samuelsoni efektist põhjustatud täiendava inflatsiooni vahega. Reaalne intressimäär fikseeritud vahetuskursi puhul on täpselt sama:

$$\begin{aligned}
 \text{(i)} \quad r &= i - \pi \\
 &= i^* - \pi \\
 &= i^* - \pi_T^* - (1 - \beta)(\eta\gamma_T - \gamma_N)
 \end{aligned}$$

Seega võib järeldada, et kui katmata intressipariteedi tingimus on täidetud (kapitalipiirangud puuduvad ja finantsturud on tõhusad), toob hinnatasemete ühtlustumine kaasa madalad või isegi negatiivsed intressimäärad, olenemata sellest, millist vahetuskursirežiimi kasutatakse.

Teine võimalus sedasama tõestada on kasutada ainult katmata intressipariteedi tingimust, nagu see on väljendatud võrrandis d . Lahutades võrrandi mõlemalt poolelt π ning lisades võrrandi paremale poolele $-\pi^* + \pi^*$, saame:

$$\text{(j)} \quad i - \pi = i^* - \pi^* + e - e_{-1} - \pi + \pi^*$$

Võrrandi vasak pool võrdub reaalse intressimääraga r . Võrrandi parema poole saab lahti kirjutada kujul $i^* - \pi^* + (e + p^* - p) - (e_{-1} + p_{-1}^* - p_{-1})$, kus inflatsioon on defineeritud praeguse ja eelmise perioodi logaritmiliste hinnatasemete vahena $\pi = p - p_{-1}$. Selliselt toimides võrduvad sulgudes esitatud avaldised praeguse ja eelmise perioodi reaalse vahetuskursiga q . Kasutades seda võrrandis j , saame järgmise tulemuse:

$$\begin{aligned}
 \text{(k)} \quad r &= i^* - \pi^* + q - q_{-1} \\
 &= i^* + \Delta q
 \end{aligned}$$

Kuna negatiivne muutus q ($\Delta q < 0$) tähendab reaalhindade kallinemist, näitab võrrand j , et riigi reaalsed intressimäärad võrduvad välismaise reaalse intressimääraga r^* , millest on lahutatud reaalse vahetuskursi tõus. Teisisõnu võib ujuva vahetuskursi režiimiga riik kogeda hinnatasemete ühtlustumise perioodil madalamat inflatsiooni kui fikseeritud vahetuskursiga riik, kuid see ei suurenda reaalseid intressimäärasid, kuna katmata intressipariteedi tingimuse korral sõltuvad reaalsed intressimäärad ainult reaalsest vahetuskursist.