

## Hinnatõusu ja rahapoliitika pikaajalised mõjud

Arenguseire Keskus

**Lenno Uusküla**

Luminor Eesti peaökonomist

Tartu Ülikooli makroökonoomika kaasprofessor

11. november 2022

# Hinnastabiilsus ei tähenda hindade paigalolekut

1. Stabiilne väike hindade kasv on majanduse jaoks kõige soodsam
  - ♦ Kaupade ja teenuste kvaliteeti raske arvesse võtta
  - ♦ Paneb raha kulutama, kuid vaid veidi
  - ♦ Võimaldab paindlikku rahapoliitikat
2. Friedmani reegel – hinnad peaksid hoopis kahanema ja nominaalne intress olema nullis
  - ♦ Et raha hoidmine ei oleks kulukas, aga ...

***Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon***

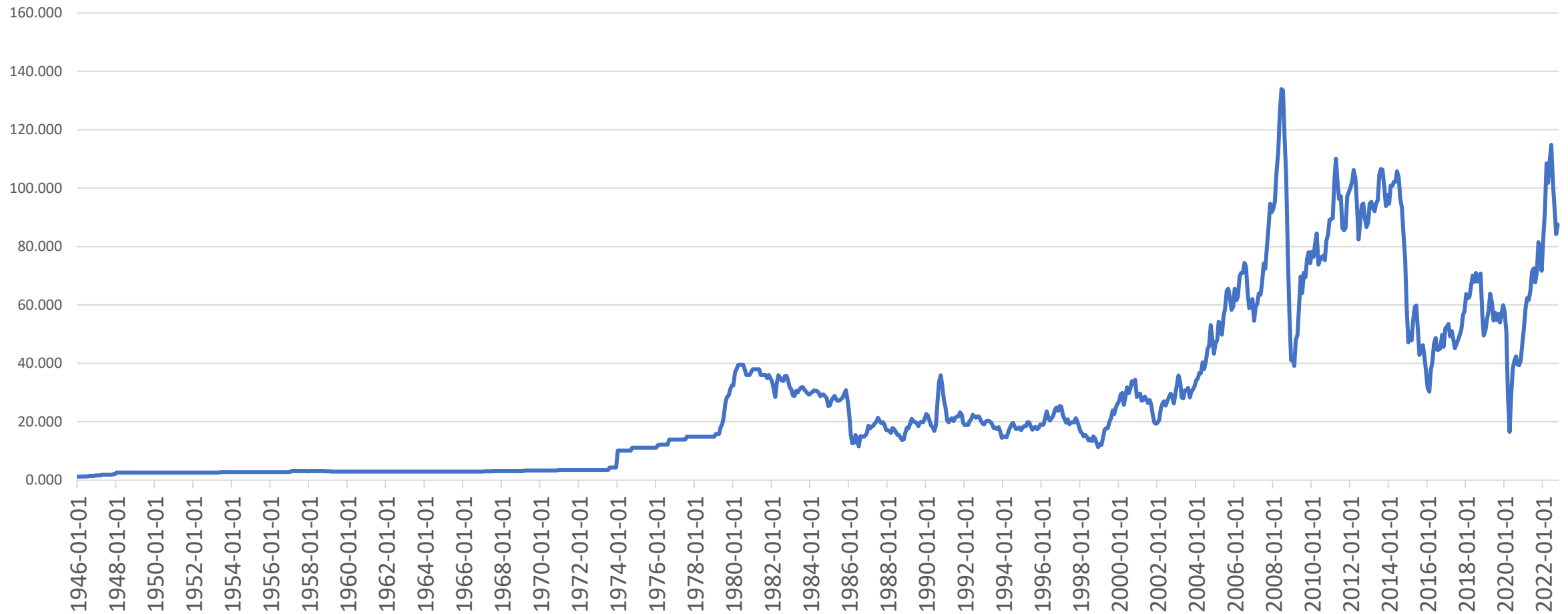
# (Oodatav) hinnatõus toidab hinnatõusu

1. Hinnatõus tuleneb
  - ◆ Kuludest ja hinnalisast praegu
  - ◆ Kuludest ja hinnalisast tulevikus ehk tulevasest hinnatõusust
  - ◆ Eelnevast hinnatõusust ja indekseerimisest
2. Hindade arengud on väga püsivad. EKP võrgustikud:
  - ◆ *Inflation persistence network*
  - ◆ *Low inflation network*
  - ◆ *Price-setting Microdata Analysis Network*
3. Hinnatõusu pöördepunkte pea võimatu prognoosida
  - ◆ Järske pöördeid hinnadünaamikas on harva
  - ◆ Kõik kõrge hinnatõusu perioodid leiavad lõpu

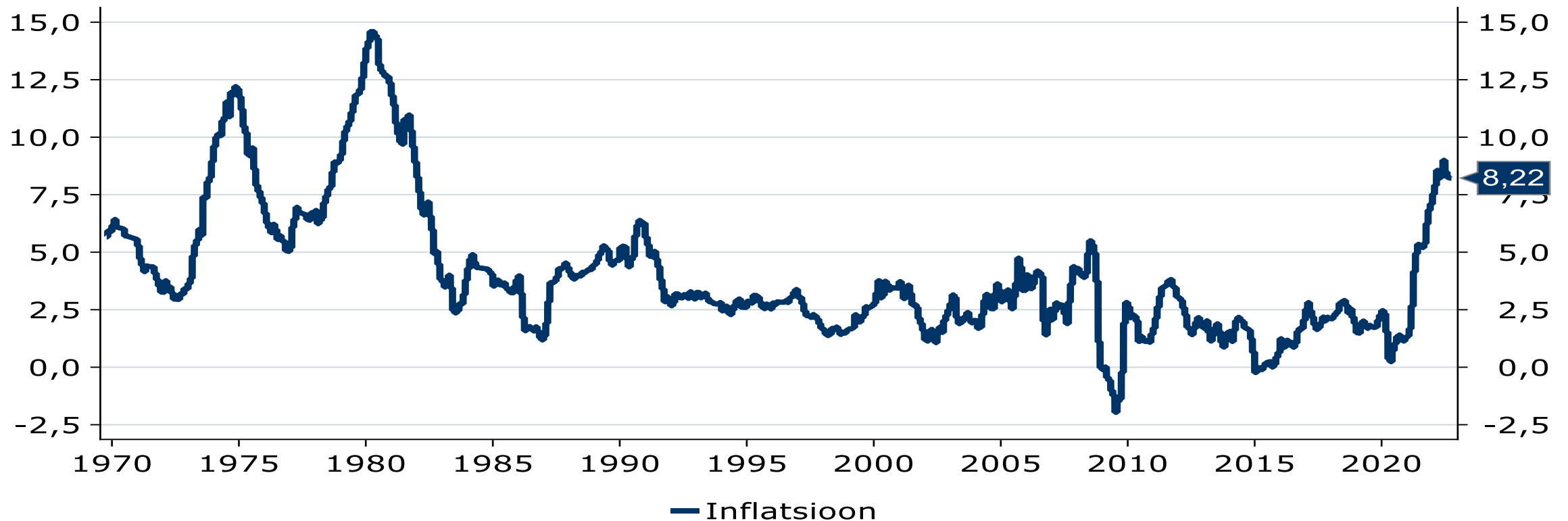
# 1973 USAs

1. Järjest rohkem tarbiti naftat
2. Järjest vähem toodeti naftat
3. Peale Egiptuse ja Süüria sissetungi Israeli kehtestasid araabia riigid boikoti nendele riikidele, kes toetasid Israeli
4. Nafta hind tõusis 3,5lt dollarist 10 dollarini barrelist. Naftat oli vähe ...
5. Nixon – “*Project independence*”, energiasõltumatus aastaks 1980

# USA nafta hinnad



Joonis. Nafta hind USAs dollarites



Allikas: Luminor ja Macrobond 10.11.2022

**Joonis. USA rahapoliitika intress ja tarbijahindade aastased kasvud**

# Nafta hinnad eurodes

Euro märkimisväärselt odav dollari suhtes

Eelmine kord kui nafta oli kallis, oli euro ka kallis

Praegused kõrged nafta hinand seotud euro odavusega



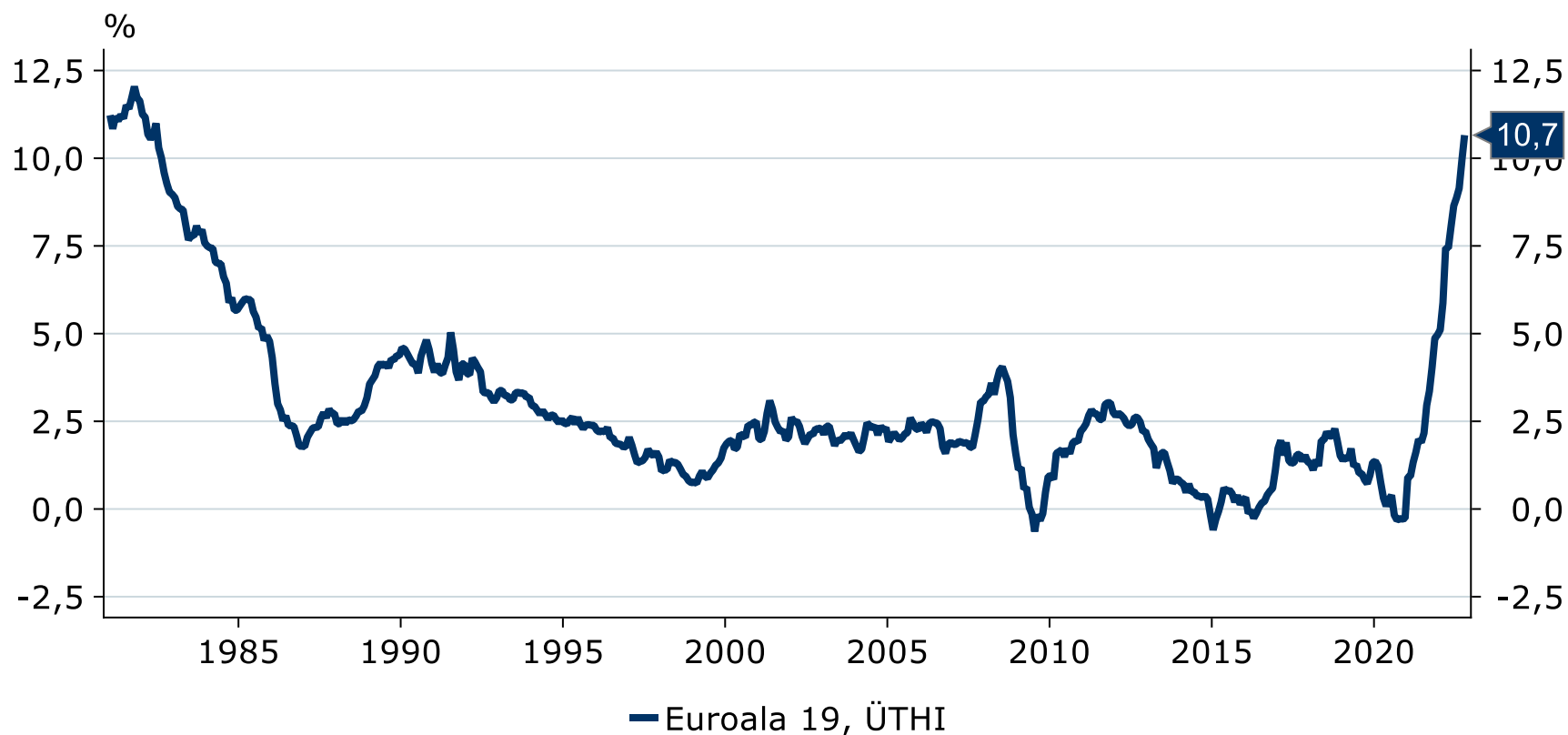
Allikas: Luminor ja Macrobond 11.11.2022

Joonis. Nafta hind Euroopas vs USAs

# Suur hinnatõus

Euroala pole kunagi näinud nii suurt hinnakasvu

Euroopas inflatsioon kõrge 1980ndate alguses – osa euro loomise põhjustest



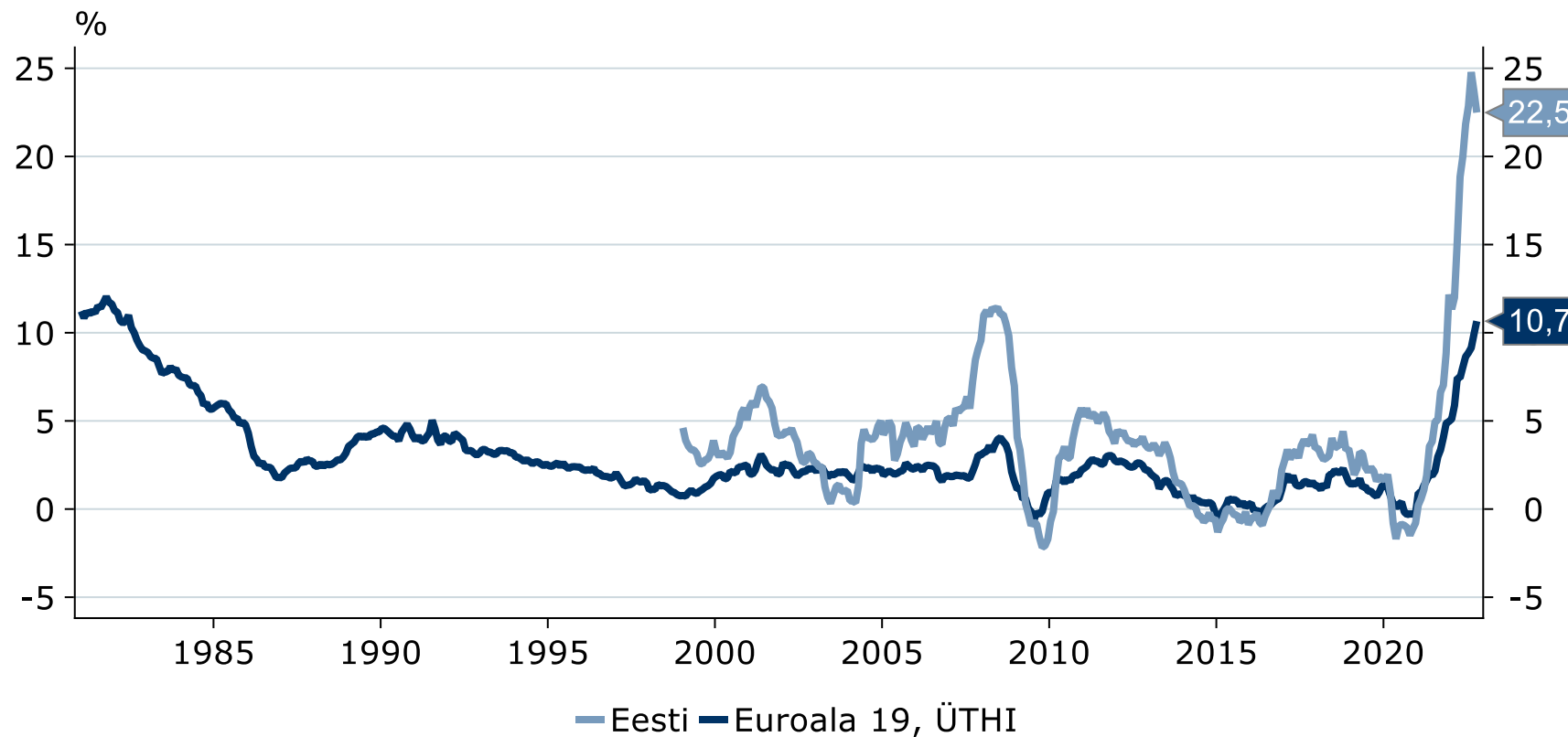
Allikas: Luminor ja Macrobond 10.11.2022

**Joonis. Aastane ühtlustatud tarbijahinnaindeksi kasv**



# Suurem hinnatõus Eestis

Eestis nähti nii suurt hinnatõusu 1990ndate alguses



Allikas: Luminor ja Macrobond 10.11.2022

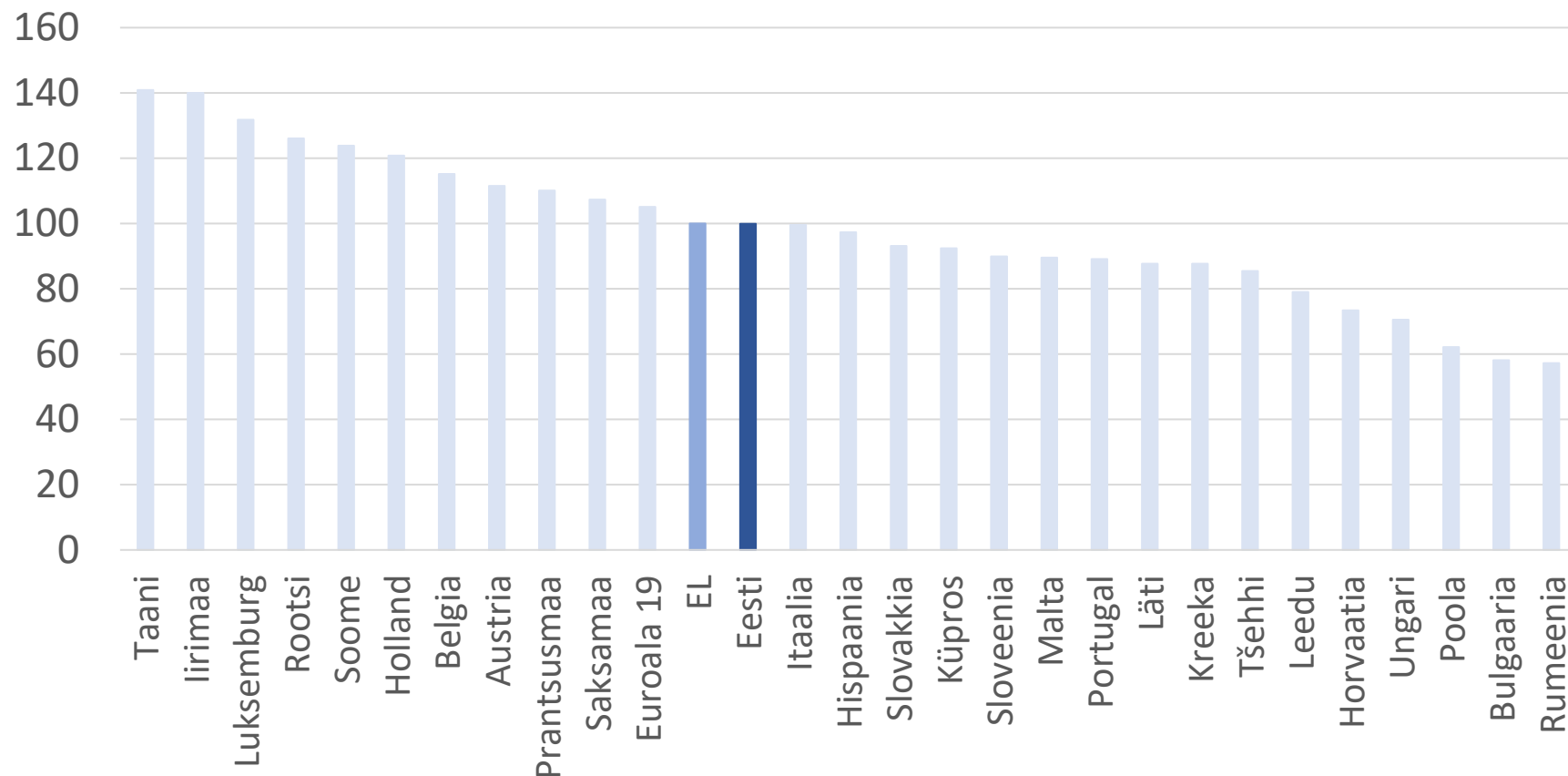
**Joonis. Aastane ühtlustatud tarbijahinnaindeksi kasv**

# Eesti oli augustis keskmise hinnatasemega Euroopa Liidu riik

Hinnakonkurentsivõime eelisseisund väljendub veel vaid palkades

Hinnad survestavad palku tulevikus

Oktoobriks oleme mõned protsendid tagapool taas



Joonis. 2021 hinnatasemele lisatud kuni 2022 august toimunud hinnatõus

Allikas: Eurostat

# Hinnatõus kui põder autoteel

Keskpangad autoroolis otsustamast  
kiirust ehk intressimäära



# Inflatsioon ja rahapoliitika

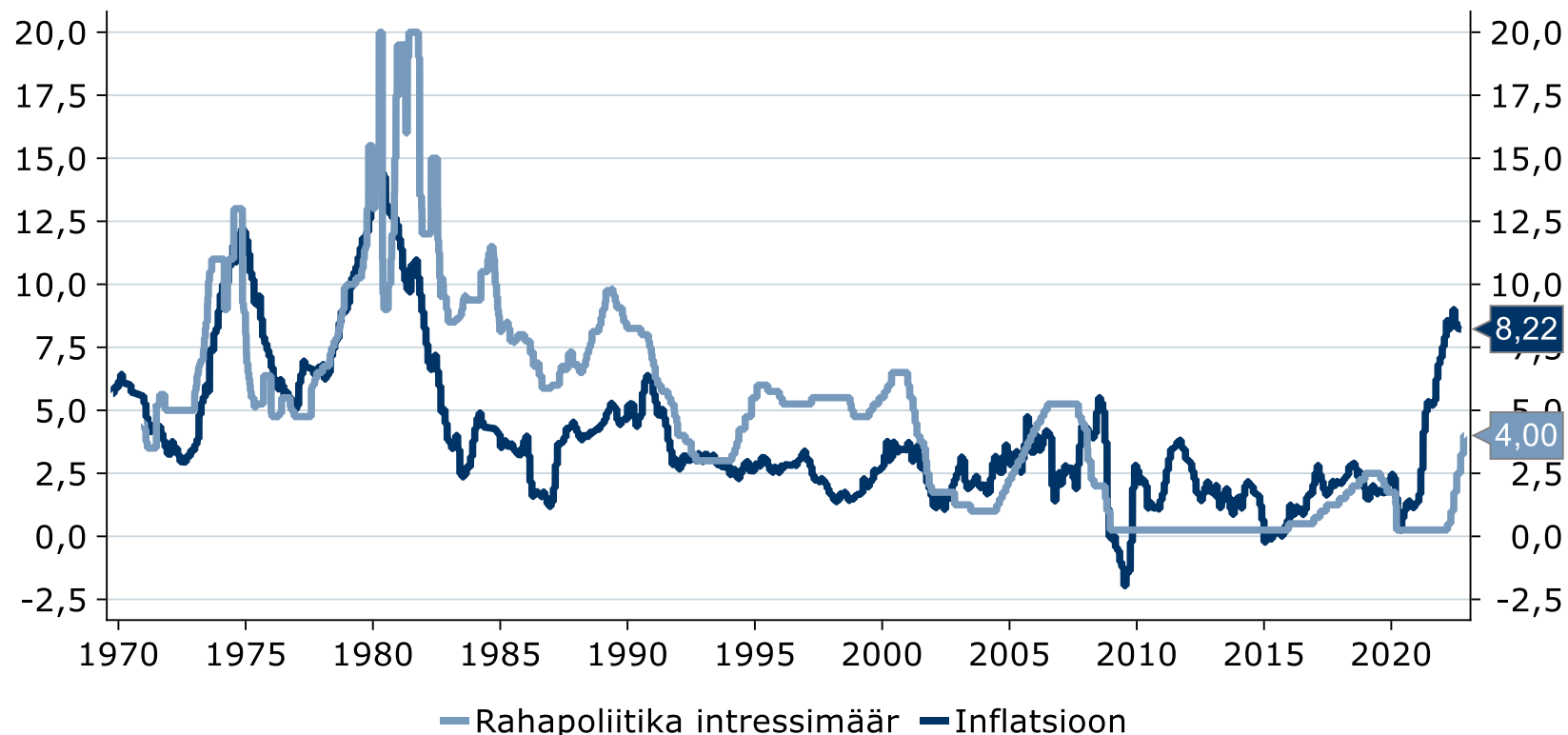
## Taylori reegel

1. Intressimäär peab olema keskmiselt kõrgem kui (oodatav) hinnatõus
  - ♦ kui oleme kannatamatud
2. Intressimäära muudetakse rohkem kui 1:1 hinnatõusuga, hinnatud ajalooline intressimäära keskmise reaktsioon on üle 1,5
  - ♦ Majandusmudelite järgi muutub maailm ennustamatuks kui reageering 1 lähedal või alla selle
3. Keskmiselt on rahapoliitika reageerinud ka majanduskasvule

# Föderaalsreserv ärkas unest

Varasemalt on USA  
intress muutunud  
rohkem kui hinnatõus

Inflatsiooniootuste  
allatoomine on väga  
kulukas (*disinflation*)



Allikas: Luminor ja Macrobond 10.11.2022

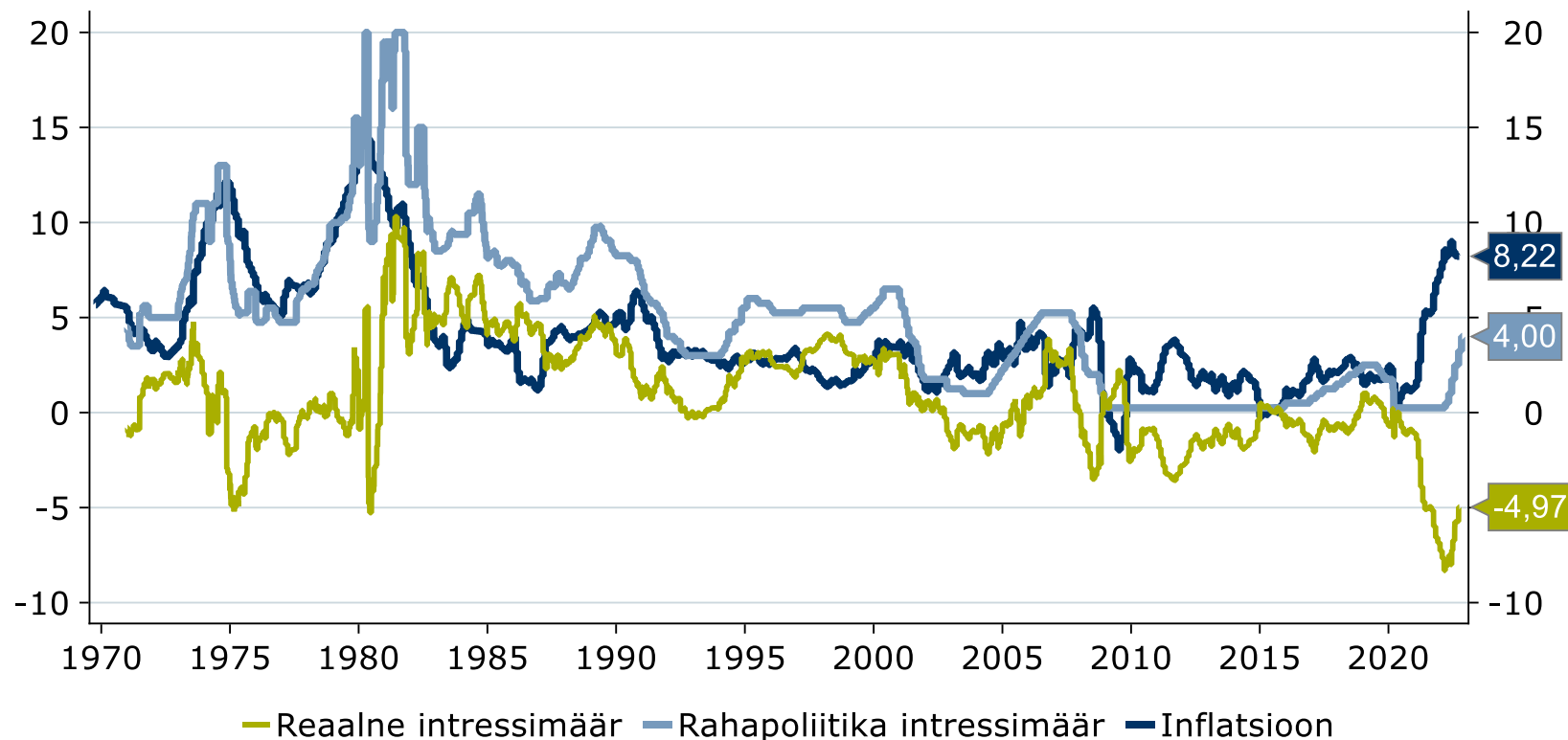
**Joonis. USA rahapoliitika intress ja tarbijahindade aastased kasvud**

# Föderaalsreserv ärkas unest

Varasemalt on USA intress muutunud rohkem kui hinnatõus

Inflatsiooniootuste allatoomine on väga kulukas (*disinflation*)

Reaalsete intressimäärade muutused võivad olla järsud



Allikas: Luminor ja Macrobond 10.11.2022

**Joonis. USA rahapoliitika intress ja tarbijahindade aastased kasvud**

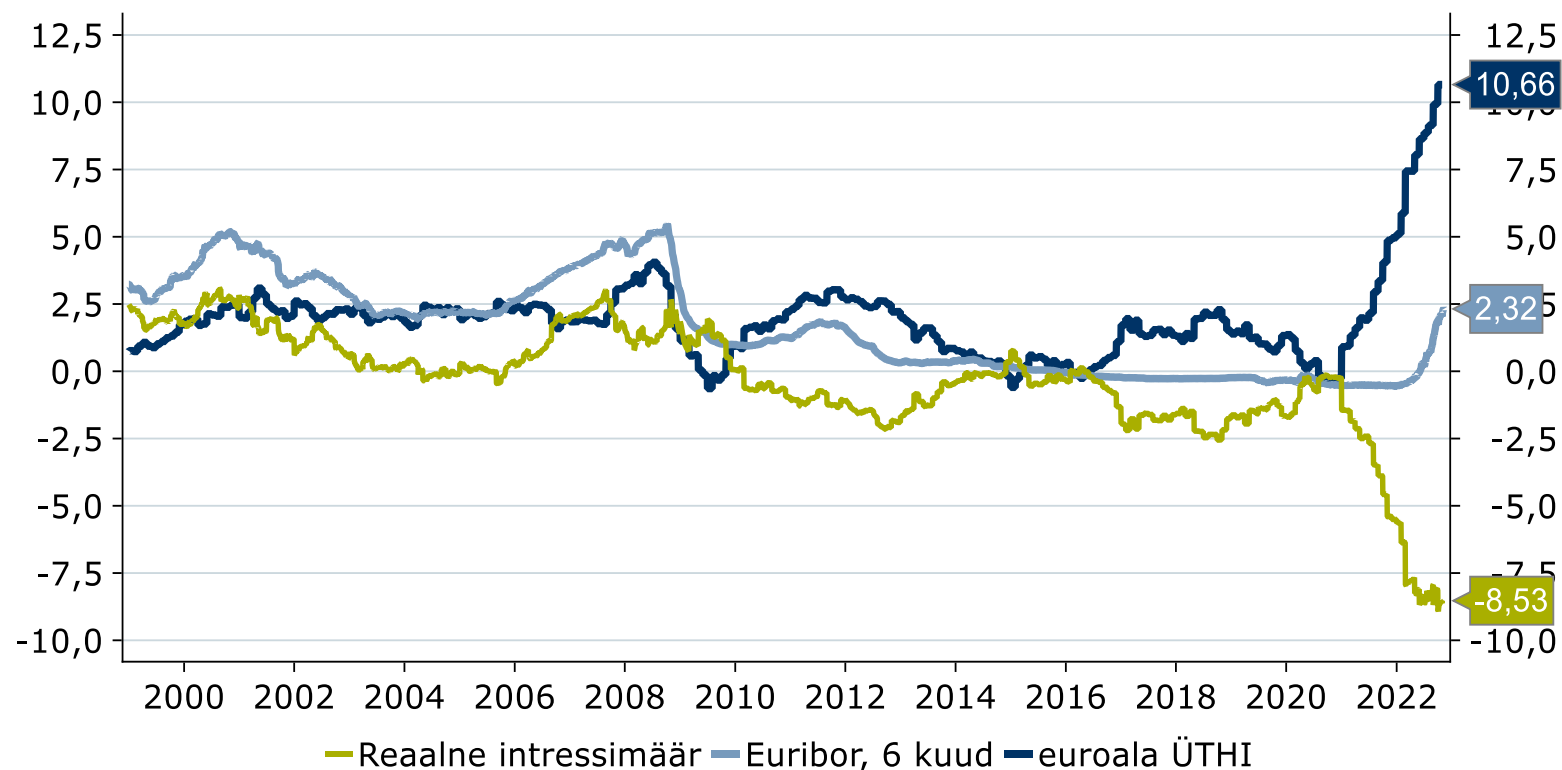
# Euroopa Keskpank vajutas piduripedaali põhja

Forward guidance tähendas, et hoitakse intressimäära liiga pikalt all ja tõstetakse järsult

- Kas nii kaua?

Intressimäärad on hakanud kiirelt kasvama

Intressimäär ja oodatav hinnatõus ei saa väga pikalt väga erinev olla



Allikas: Luminor ja Macrobond 10.11.2022

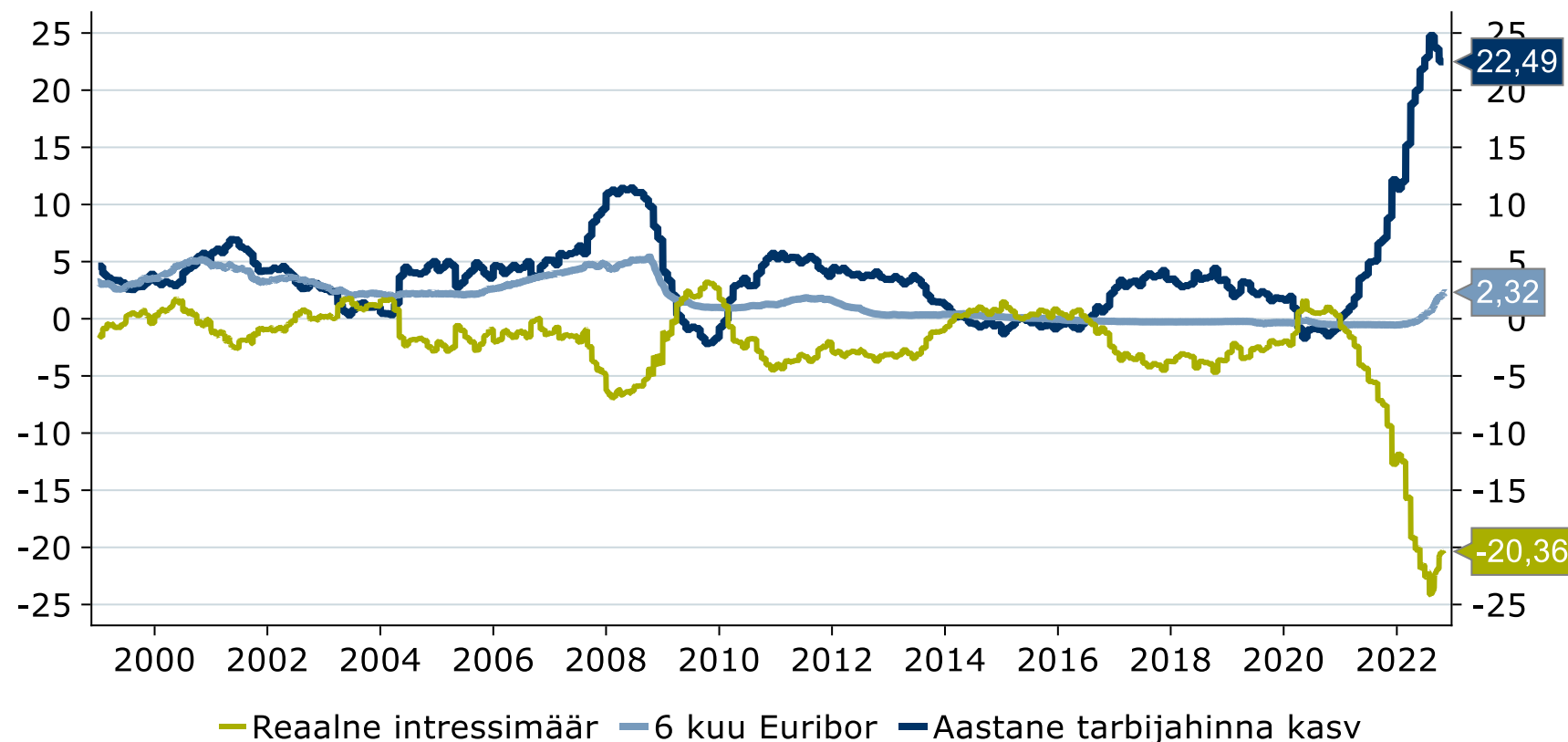
**Joonis. 6 kuu Euribor, hinnatõus ja euroala reaalne intressimäär**

# Eesti reaalne intressimäär kordades hullem

Eestis olnud  
süsteematiselt  
negatiivne reaalintriss

Probleem pole mitte  
hinnatõusus endas vaid  
madalas reaalintrissis

Nii madalaid  
reaalintrisse võrreldes  
euroalaga loodetavasti  
enam ei tule



Allikas: Luminor ja Macrobond 10.11.2022

**Joonis. 6 kuu Euribor, hinnatõus ja Eesti reaalne  
intressimäär**



# Intressimäärad tõusevad – aga kui palju?

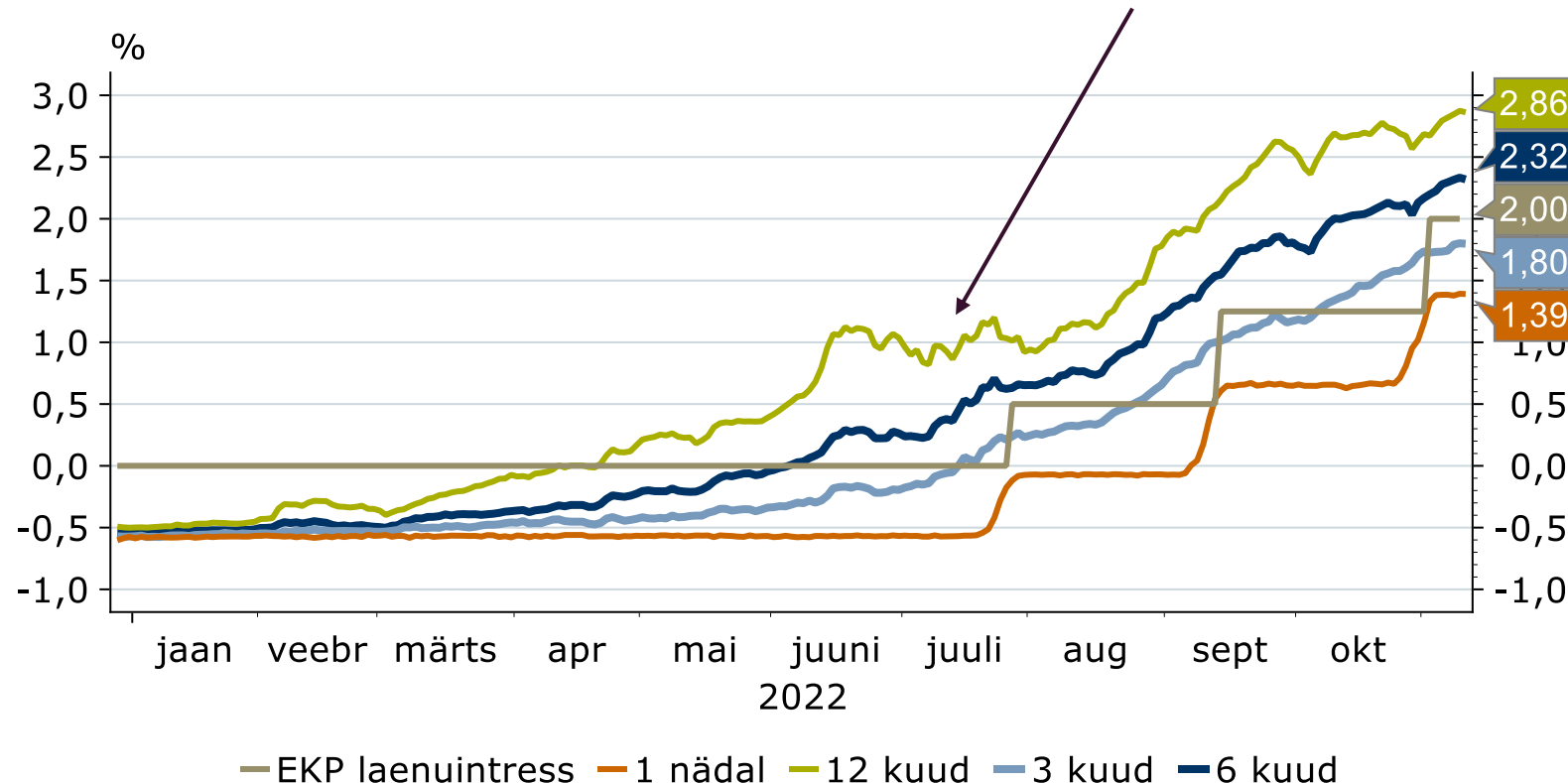
Erakorraliste meetmete lõpp  
koos uute erakorraliste  
meetmetega

Rahapoliitika

- Peamine intress 2%
- Laenu püsivõimalus 2,25%
- Hoiused 1,5%

Ebakindlus suur, turud on  
hüplikud

EKP ei saa ju intressi tõsta  
sest on Kreeka ja Itaalia



Allikas: Luminor ja Macrobond 10.11.2022

Joonis. Euriborid ja keskpanga laenuintress

# Rahapoliitikal on vaid lühiajaline mõju?

## Majandustsükli hinnangutes

Intressitõus mis kestab aasta toob kaasa

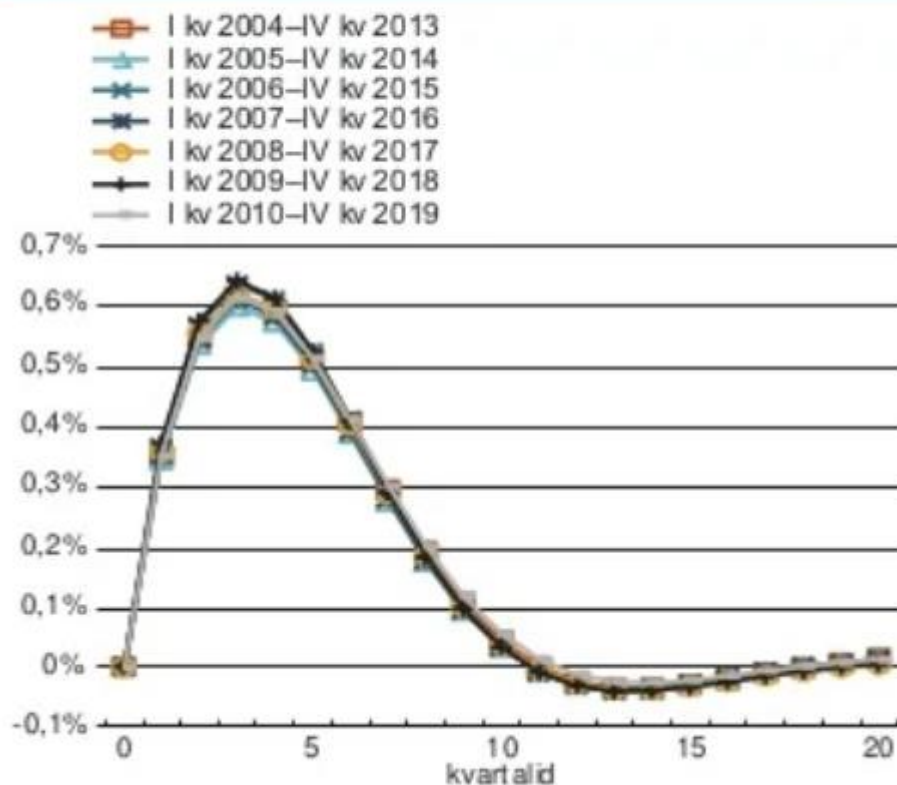
- ♦ **Majandusaktiivsuse languse** aasta-paari jooksul võrreldes trendikasvuga, ... mõju majanduse tasemele on lühiajaline (ehk kasv alguses negatiivne, siis positiivne)
- ♦ **Hinnatõusu peatumise** aasta-paari jooksul ... hinnatase madalam võrreldes trendikasvuga (ehk inflatsioon alaneb ja siis taastub trenditasemel)

Rahapoliitika ülekandekanaleid vähemalt 7 erinevat

# Rahapoliitika lühiajaline mõju

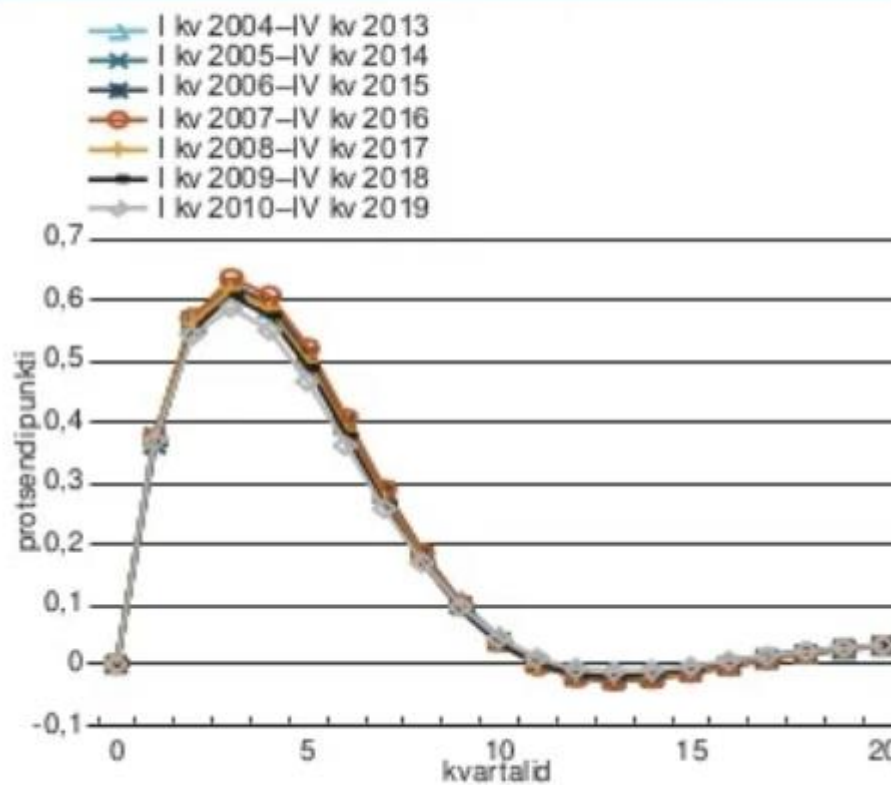
Üks võimalikest hinnangutest

Eesti SKP taseme muutus (10 aasta vaates)



Allikas: Eesti Pank.

Eesti ÜTHI-inflatsiooni muutus (10 aasta vaates)



Allikas: Eesti Pank.

Rahapoliitika mõju Eesti majandusele on suurem kui euroalal keskmiselt | Pressiteated | Eesti Pank

# Miks on Taylorige reegel oluline

1. Poliitika selgus ja *forward guidance*
2. Intressitõusulubadus annab kindluse, et tulevikus ei saa hindu tõsta (*credible threat*)
3. Lubadused tuleviku suhtes on väga olulised just hinnatõusu osas. See hoiabki hinnatõusu ära.
  - ♦ Seda teeb praegu suurepäraselt FED (tõstab ja lubab tõsta) ning seal in hinnatõus raugemas
  - ♦ EKP käitub täpselt vastupidi? Kui jah, siis on EKP tulemus on see, et tuleb rohkem tõsta ja pikemaks ajaks

# Rahapoliitika (puudumise) pikaajalised mõjud

**Ben Bernanke:** pankade hoidmine toetab kõige nõrgemaid majanduses ja toetab kasvu (isegi kui on moraalarisk)

**Chris Sims:** ebameeldiv monetaarne artimeetika – passiivne intressipoliitika toob kaasa intressimäära vastupidise mõju

# Mida teha kohe?

1. Praeguse olukorra stabiliseerimine
2. Tuleviku planeerimine

# Mida tulevik toob

21. Sajand on pöörete sajad – ehk pakkumispoolsed mõjurid

1. Rahapoliitika 2.0

2. Eelarvepoliitika 2.0

**Kuidas külvad nõnda lõikad**



# Luminor

## Aitäh!

**Lenno Uusküla**

**Luminor Eesti peaökonomist**

**Tartu Ülikooli makroökonomika kaasprofessor**

**[lenno.uuskula@luminorgroup.com](mailto:lenno.uuskula@luminorgroup.com)**

**5097756**