

# RAHAPOLIITIKA ÜLEKANDEMEHCHANISM EESTIS

Raoul Lättemäe<sup>1</sup>

## ■ Sissejuhatus ■

Rahapoliitika ülekandemehhanismi all mõistetakse viisi, kuidas keskpanga rahapoliitiliste sammude – näiteks intresside või rahapakkumise muutmise – mõju kandub majandusse edasi. Traditsioonilise käsitluse kohaselt mõjutavad keskpanga rahapoliitilised sammud kodumaiste finantsturgude intressitaset ja likviidsust. Sealt kanduvad need mõjud edasi reaalmajandusse, mõjutades majanduse kogunõudlust ja inflatsioonitaset.

Kuidas see mehhanism täpselt toimib, selles pole majandusteadlased ühisele seisukohale jõudnud. Peamine põhjus on selles, et rahapoliitika mõju kandub finantssektorisse ja reaal-majandusse mitmel erineval viisil, ülekandekanalid on aga sageli samad, mistõttu on neid empiirilisel keerukas eristada. Lisaks raskendab rahapoliitika ülekandemehhanismi uurimist tõsiasi, et mitmeid olulisi tegureid – näiteks majapidamiste ja ettevõtete ootusi edasise majandusarengu kohta – ei saa vahetult mõõta. Neil põhjustel on ülekandemehhanismi tegelikku toimimist võimalik isegi vastandlikult tõlgendada.

Eesti puhul raskendab ülekandemehhanismi uurimist see, et keskpank ei teosta aktiivset rahapoliitikat: see baseerub valuutakomitee põhimõtetal ja seotusel euroga (varem Saksa margaga). See aga tähendab, et Eesti Pank ei astu otseselt mõõdetavaid aktiivseid samme (nt ei muuda keskpanga intresse), mida saaks tõlgendada rahapoliitika muutusena. Enamik maailmas läbiviidud uurimusi baseerub aga just keskpanga sammude mõju hindamisel. Kuna valuutakomitee puhul on oluline roll ankurvaluuta rahapoliitikal, siis on Eestis kesken-datud siia ülekanduvate välisšokkide mõju uurimisele.

Käesolev artikkel baseerub Eesti Panga poolt läbiviidud rahapoliitika ülekandemehhanismi uurimustel, mis avaldati 2001. aasta lõpus ka Eesti Panga teadusuuringute sarjas<sup>2</sup>. Esimene kahest viidatud uurimusest käsitleb ülekandemehhanismiga seonduvaid teoreetilisi ja struktuurseid aspekte Eestis. Teises uurimuses hinnatakse empiirilisel Eestis avalduvat ülekandemehhanismi. Alljärgnev artikkel annab neist uurimustest põgusa ülevaate.

---

<sup>1</sup> Artiklis toodud seisukohad ja väited ei pruugi ühtida Eesti Panga ametlike seisukohtadega. Autor on tänulik Rasmus Pikkanile, kelle uurimistöö (Pikkani, R. *Monetary Transmission Mechanism in Estonia – Empirical Model*. Working Papers of Eesti Pank, No 5, 2001) on käesoleva artikli üheks oluliseks aluseks.

<sup>2</sup> Vt Lättemäe, R. *Monetary Transmission Mechanism in Estonia – Some Theoretical Considerations and Stylized Aspects*. Working Papers of Eesti Pank, No 4, 2001 ja eelmises viites nimetatud uurimust. Mõlemaid uurimusi saab lugeda ka Eesti Panga veebilehel: <http://www.ee/epbe>

## ■ Rahapoliitika ülekandemehhanism ■

Rahapoliitika ülekandemehhanismi käsitlemisel võib kasutada kahte erinevat tüüpi lähenemist. **Esimesel juhul eristatakse erinevaid ülekandekanaleid vastavalt sellele, millise finantsnäitaja kaudu rahapoliitika mõju reaalmajanduseni jõuab.** Tavaliselt on nendeks kanaliteks intressid, laenud, varade hind ning vahetuskursus.

**Intressikanali** kaudu kandub keskpanga rahapoliitiliste intresside muutuse mõju rahaturule, sealt edasi laenuintressidesse ning läbi laenude reaalsektori investeerimis- ja tarbimisaktiivsusesse. **Krediidikanali** puhul ei avalda mõju mitte niivõrd intresside muutumine, kui võrd pangalaenude kättesaadavuse muutumine ettevõtete jaoks raskemaks või kergemaks. Eelduseks on siin see, et kitsamates monetaaroludes piiravad krediidiastutused laenamist teatud kliendigruppidele. **Varade hinna kanali** korral toob intressimäära muutus kaasa finantsvarade (nt aktsiate) hinna muutusi ning see mõjutab reaalmajanduse jõukust, seeläbi aga ka selle majanduslikku aktiivsust. **Vahetuskursikanali** puhul kaasneb keskpanga intressimuutustega vahetuskursi muutumine. Viimane mõjutab aga väliskaubanduse konkurentsivõimet ning tänu impordihindade muutumisele ka kodumaiseid hindu.

**Teisel juhul ei eristata mitte ülekandekanaleid, vaid seoseid erinevate majandussektorite vahel.** Selle käsitluse kohaselt mõjutab keskpanga intresside muutus finantssektori finantsvarade hindu. Erinevate varade hinnamuut sõltub finantssektori struktuurist ning finantsvahendajate omavahelistest seostest. Finantssektorist kandub mõju üle reaalmajandusele. Kahe sektori vaheliste seoste iseloomust sõltub rahapoliitika efektiivsuse ulatus ning ülekandumise viitaeg.

## ■ Eesti rahapoliitika – valuutakomitee ■

Eestis on rahapoliitika peaesmärk hoida rahvusliku vääringu krooni stabiilsust. Selle eesmärgi saavutamiseks on Eesti rahapoliitika alates 1992. aasta rahareformist tuginenud valuutakomiteele süsteemile.

Valuutakomitee põhimõtete tõttu ei teosta Eesti Pank aktiivset iseseisvat rahapoliitikat, vaid hinnastabiilsuse aluseks on valuutavahetuskursi seotus ankurvaluutaga. Kõik muud vajalikud kohandumised toimuvad turujõudude toimel aset leidva tasakaalustumise kaudu. See tähendab, et Eesti Pank ei teosta aktiivset intressipoliitikat ega oma peale fikseeritud vahetuskursi mitte mingeid muid operatsioonilisi vahe-eesmärke. Fikseeritud vahetuskursus on kodumaiste hindade ja intresside jaoks nominaalseks ankruks. Pikema aja jooksul soodustab fikseeritud vahetuskursus kodumaiste ja ankurvaluutas väljendatud hindade ning intresside omavahelist sarnastumist.

Muudest valuutakomiteele iseloomulikest omadustest võib esile tuua nn konverteeritavuse reegli, mis nõuab,

**Valuutakomitee põhimõtete tõttu ei teosta Eesti Pank aktiivset iseseisvat rahapoliitikat, vaid hinnastabiilsuse aluseks on valuutavahetuskursi seotus ankurvaluutaga.**

et käibele lastud baasraha oleks täielikult tagatud välisvaradega. Samuti on valuutakomiteele iseloomulikud seaduslikud tagatised fikseeritud kursi säilimise kohta. Konverteeritavuse reegel tähendab ka seda, et baasraha pakkumine on automaatne, kuna viimane saab muutuda ainult vastavalt keskpanga välisvarade muutmisele. Fikseeritud kursi säilimise legaalsed tagatised tagavad aga pikaajalise rahapoliitilise stabiilsuse.

**Valuutaaken tähendab seda, et välisvaluutat (ankurvaluutat) ja Eesti krooni on võimalik omavahel piiramatult konverteerida, kusjuures see toimub kommertspankade initsiatiivil.**

**Valuutakomitee põhimõtetest tulenevalt võib Eesti Panga peamiseks rahapoliitiliseks instrumendiks pidada Eesti krooni ja Saksa marga (alates 1999. aastast krooni ja europiirkonna valuutade) vahelist *valuutaakent*. *Valuutaaken* tähendab seda, et välisvaluutat (ankurvaluutat) ja Eesti krooni on võimalik omavahel piiramatult konverteerida, kusjuures see toimub kommertspankade initsiatiivil. *Valuutaaken* on Eestis ka selleks mehhanismiks, mille kaudu toimub baasraha emissioon – baasraha maht muutub ainult *valuutaakna* kaudu toimuva valuutavahetusoperatsiooni teel. **Eesti teine oluline rahapoliitiline instrument on pankadele kehtestatud kohustusliku reservi nõue, mille eesmärk on tagada finantssektorile piisavad likviidsuspuhvrid.****

Valuutakomitee süsteemis peavad pankade likviidsuspuhvrid olema suuremad, kuna keskpanga võimalus olla viimaseks laenuandjaks sõltub valuutakomitee ülekatte mahust<sup>3</sup>.

## ■ Ülekandemehhanism valuutakomitee süsteemis ■

Enamik rahapoliitika ülekandemehhanismi uurimusi käsitleb selle alguspunktina mingisugust aktiivset rahapoliitilist aktsiooni. Tavaliselt loetakse selleks keskpanga rahapoliitilise intressimäära muutmist, mõnedes varasemates töodes on nimetatud ka majanduses ringleva rahamassi muutmist keskpanga poolt või mingi muu keskpanga otsese kontrolli all oleva indikaatori muutust. Valuutakomitee puhul aga aktiivsed rahapoliitilised sammud puuduvad. See tähendab, et keskpangal pole iseseisvat intressimäära eesmärki ega ka mingit muud rahapoliitilist vahe-eesmärki peale fikseeritud vahetuskursi. Teisisõnu, valuutakomitee tingimustes kujunevad intressimäärad iseseisvalt tänu turumehhanismide toimele ning ankurvaluuta intresside ja kodumaiste intresside vahelisele arbitraažile. Samuti ei mõjuta keskpang rahapakkumise suurust – viimane kujuneb endogeenselt, vastavalt rahanõudluse muutustele. Kokkuvõttes: valuutakomitee puhul ei ole ei intressimäärade ega ka rahapakkumise muutmise tingitud aktiivsest rahapoliitikast. Mõlemad indikaatorid kujunevad iseseisvalt, majandusarengu, välisfinantseerimise ja arbitraaži toimele.

Valuutakomitee toimemehhanismi kõige levinum selgitus baseerub rahapakkumise automaatsusel. Selle kohaselt toob maksebilansi jooksevkonto puudujääk kaasa rahapakkumise

<sup>3</sup> Ülekate on see osa reservidest, mis ületab valuutakomitee tagamiseks vajaliku reservi.

vähendamise, mis tõstab kodumaises majanduses intressimäära. Intressimäära muutused kanduvad majandusse traditsiooniliste rahapoliitika ülekandekanalite kaudu, mõjutades majanduslikku aktiivsust ja hinnataset ning vähendades seeläbi ka jooksevkonto defitsiiti. Lisaks toob intressimäära muutus fikseeritud vahetuskursi ja kapitali suure mobiilsuse korral tänu intressiarbitraaži võimalusele kaasa väliskapitali sissevoolu. Kokkuvõttes maksebilans tasakaalustub ja intressimäärad sarnastuvad ankurvaluuta intressidega.

Valuutakomiteede toimemehhanisme uurinud Hanke ja Schuler<sup>4</sup> käsitlevad valuutakomitee automaatset rahapakkumismehhanismi järgmiselt:

Turujõud määravad ja piiritlevad kodumaise rahapakkumise kasvu [olemasoleval intressitasemel]. Senikaua kuni investeerimine valuutakomiteesse on [oodatavalt] suurem kui investeerimine teistesse riikidesse, suurendavad valuutakomiteega riigi pangad kodumaist laenamist. Pankadel on seda võimalik teha seetõttu, et välismaised investeeringud kasvavad ning riiki voolab täiendavat kapitali. Lõpptulemusena suurendavad valuutakomitee kommerts pangad kodumaiseid laene senikaua, kuni edasine laenamine osutub vähemtulutoovaks kui investeerimine välismaale. Sellesse punkti jõudmisel hoiavad kommerts pangad laenupakkumist konstantsena ning rahapakkumise edasine kasv lakab. Kuna vahetuskurs on fikseeritud, siis tänu arbitraaživõimalusele kohandub rahapakkumise maht jooksevkonto puudujäägiga.

Seda valuutakomitee kohandumismehhanismi levinud tõlgendust on mõnikord kutsutud ka *valuutakomitee automaatseks stabilisaatoriks*. Seda analüüsid tuleb aga meeles pidada vähemalt kahte aspekti. Esiteks, tänu riskipreemia eksisteerimisele ei määratle kodumaiste intressimäärade kujunemist üksnes välisintressid. Riskipreemia olemasolu peegeldab nii riigispetsiifilisi (riigi maksevõime jm) kui ka regionaalseid ja globaalseid aspekte. Regionaalsed riskid – näiteks kriisid arenevatel turgudel või muud usaldusväärsust mõjutavad globaalsed faktorid – võivad aga avaldada intressidele soovimatut mõju, mis ei pruugi olla seotud kodumaiste fundamentaalnäitajatega.

Teiseks, *automaatse stabilisaatori* tasakaalustusmehhanism ei pruugi alati tähendada kiiret makromajanduslikku tasakaalustumist selles mõttes, et jooksevkonto puudujääk väheneks kiiresti jätkusuutliku tasemeni. Näiteks reageerivad kapitalivood intressitaseme muutustele tunduvalt kiiremini kui kaubavood. See tähendab, et suur osa jooksevkontost lähtuvaid signaale sumbub tänu kapitalivoogudele. Lisaks võivad suure osa maksebilansi kapitalikonto voogudest moodustada välismaised otseinvesteeringud, mis finantseerivad jooksevkonto puudujääki. Seetõttu tuleb valuutakomitee rolli makromajandusliku stabilisaatorina pidada pigem pikaajaliseks seoseks monetaar- ja makromajandussituatsiooni vahel kui jooksevkonto kiireks kohandumismehhanismiks.

## ■ Ülekandemehhanismi mõjutavad tegurid Eestis ■

Siirdeprotsessi algusaastail olid Eesti pangasektori peamiseks ressursiallikaks kodumaised hoiused. Alates 1996.–97. aastast hakkas finantssektori ligipääs välismaistele kapitalitur-

<sup>4</sup> Hancke, S. H., Schuler, K. (1994), *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*. ICS Press, San Francisco.

gudele avarduma. Selle kaasmõjuna kasvas Eesti finantsturgude integratsioon välismaiste finantsturgudega, mis suurendas välismaiste komponentide rolli ülekandemehhanismis. Teisisõnu, välismaised rahapoliitilised signaalid – eriti ankurvaluuta omad, kuid ka regionaalsed ja globaalsed faktorid – omandasid Eesti monetaar keskkonna kujunemisel olulisema tähtsuse.

Viis, kuidas välised monetaarsignaalid kanduvad Eesti finantssektorisse ning sealtkaudu edasi ettevõtete ja majapidamiste käitumisotsustesse, sõltub mitmetest teguritest. Esiteks on oluline roll finantssüsteemi struktuuril, mis määratleb selle, kuidas kanduvad lühiajalised intressisignaalid teistesse finantsnäitajatesse – eelkõige laenu- ja hoiuseintressidesse ning varade hindadesse. Teiseks on oluline roll finantssektori ja reaalsektori omavahelistel seostel ning sellel, kuidas kujunevad reaalsektori säästmis- ja investeerimisotsused.

Eesti finantssüsteem on pangandusekeskne ja tänu pankade vähesusele üpris kontsentreeritud. Kodumaised finants- ja kapitaliturud on suhteliselt õhukesed ning seotud pigem lühiajalisema kui pikemaajalise finantseerimisega. Kontsentreeritus ja oligopolistlikkus võib aga (vähemalt teoreetiliselt) tähendada, et kodumaiste laenu- ja hoiuseintresside reaktsioon rahaturuintresside muutumisele on pikaldasem ning asümmeetrilisem.

Alates 1996.–97. aastast on välismaise kapitali roll finantssektori jaoks oluliselt suurenenud. Muu hulgas võib see aidata finantssektoril kompenseerida kodumaiste hoiuste vähenemist

**Tihedam integratsioon välismaiste finantsturgudega on mõjutanud ka Eesti finantssektori likviidsusjuhtimise praktikat, milles on kodumaisele rahaturule tuginemise asemel olulisem roll krediidasutuste välisreservidel.**

väliskapitali kaasamisega. Tihedam integratsioon välismaiste finantsturgudega on mõjutanud ka Eesti finantssektori likviidsusjuhtimise praktikat, milles on kodumaisele rahaturule tuginemise asemel olulisem roll krediidasutuste välisreservidel. Need tegurid koos kodumaiste finantsturgude väiksuse ja kontsentreeritusega tähendavad seda, et **Eestis võib kodumaise rahaturgude otsene seos reaalsektori hoiuse- ja laenuintressidega olla üpris nõrk**. Teisalt on suur osa Eesti reaalsektori laenuintressidest indekseeritud Euroopa lühiajaliste rahaturuintresside (tavaliselt 6 kuu Euribori) suhtes. See tähendab, et **vähemalt osa välismaistest monetaarsignaalidest kandub Eesti reaalsektori laenuhindadesse automaatselt ning ilma kodumaiste rahaturgude vahendusega**. Kui eeldada, et välisfinantseerimine asendab reaalsektori hoiuseid, siis on ka hoiuseintressid seostatavad välisintressidega mitte ainult kodumaise rahaturu vahendusel, vaid ka otseselt.

**Intressikanali toimimisel on oluline mitte nominaal-, vaid reaalinintresside mõju reaalsektori majandusaktiivsusele.** Reaalinintresside olulisus tuleneb sellest, et majandusagentide investeerimis- ja säästmisotsused sõltuvad majandusagentide tulevikuootustest. Reaalinintresside puhul peegeldab seda inflatsiooniootus. Siirderiigis on aga reaalinintresse keeruline määratleda, sest inflatsiooniootused võivad olla väga muutlikud. Seda eriti juhul, kui varasem hüperinflatsioon on kahjustanud rahapoliitika usaldusväärsust või kui majandus-

agentide oskused turumajandusprotsesse tõlgendada pole veel eriti arenenud, st firmade juhtimistavad ja järelevalve (*corporate governance*) on nõrgemad kui arenenud turumajandusega riikides. Seetõttu võivad siirdeprotsessi algusaastail domineerida tahapoole vaatavad ootused. Ka võib madal või koguni negatiivne reaalinresside tase vähendada intressisignaali üldist rolli.

**Krediidikanali toimimisel on oluline see, kas reaalsektoril on võimalik asendada pangalaene (pankadel omakorda kodumaist laenuressurssi) alternatiivsete finantseerimisallikatega või mitte.** Krediidikanali toimimiseks nimetatakse seega niisugust olukorda, kus pangad keelduvad raskematel aegadel mõnede reaalsektori ettevõtetele või eraisikutele laenu andmast, kuigi soodsa monetaarolukorra puhul need seda saaksid, ja neil majandusagentidel pole võimalik laenu võtta ka alternatiivsetest allikatest. Sellises kontekstis peetakse oluliseks kodumaise kapitalituru (eelkõige võlakirjaturu) arengut. Eestis on kodumaine võlakirjaturg vähekapitaliseeritud (2002. aastal ulatus see 3–4 protsendini SKP suhtes) ning selle roll pangalaenude asendajana on väike. Ka viimaseil aastail jõudsalt arenenud liisingfinantseerimist ei saa pidada pangalaenude täielikuks asendajaks, sest valdavalt kuuluvad liisingettevõtted pankadele. Pankade välisfinantseerimistingimuste halvenemine võib seega kaasa tuua mitte ainult intresside tõusu, vaid ka laenupakkumise vähenemise.

Suuremad ettevõtted saavad ka otse välismaistelt kapitaliturgudelt laenu võtta. See ei ole siiski täielik alternatiiv kodumaistele pangalaenudele, sest väiksematel ettevõtetel ning ka eraisikul selline võimalus üldjuhul puudub. Ometi võib niisuguse finantseerimisallika olemasolu mõnel juhul leevendada kodumaise monetaar keskkonna kitsenemist<sup>5</sup>.

## ■ Ülekandemehhanismi empiiriline analüüs ■

Rahapoliitika ülekandemehhanismi empiiriliseks uurimiseks kasutatakse tavaliselt kolme erinevat tüüpi meetodeid: vektorautoregressiivseid mudelid (VAR), väikesed struktuurised makromudelid ning suuri makromajanduslikke mudelid. VAR-mudelid ja väikeste makromodelite jaoks on vaja suhteliselt väikest hulka andmeid, kuid nende mudelite puuduseks on suur lihtsustuse aste. Suurte makroökonomiliste mudelite abil püütakse esitada üksikasjalikult kõik majanduse olulisemad seosed ja viited. Suurte mudelite puuduseks on see, et need nõuavad suuremat andmekogumit ning nendes toimuvaid protsesse on sageli raskem kirjeldada. Lisaks sõltuvad tulemused suuresti mudeli loomise aluseks võetud teoreetilistest eeldustest – valesti püstitatud mudeliosa korral võib kogu mudel viia valedele järeldustele.

## ■ Ülekandemehhanismi Eesti mudel ■

Rahapoliitika ülekandemehhanismi uurimiseks on Eesti Pangas koostatud väike struktuurine makromudel, mis keskendub mehhanismi erinevatele aspektidele. Mudel koosneb 10 käitu-

<sup>5</sup> Vene kriisi järel 1998.-99. aastal ilmnes, et osaliselt kompenseeris kodumaiste pangalaenude vähenemist ettevõtete välismaise otselaenamise suurenemine. See kasv baseerus peamiselt siiski välismaiste ematettevõtete laenuandmisel Eestis asuvaile välisosalusega tüarettevõtetele. Reaalsektori otsene välislaenamine oli ematettevõtete vahendusega sel perioodil keeruline.

mislikust valemist ning sisaldab 11 eksogeenset näitajat. Mudeliga on püütud katta majanduse kõige olulisemad ja selgemini hoomatavad seosed. Valemitega on defineeritud intressikanal, pangalaenu nõudlus, krediidi ratsionaliseerimine, reaalsektori tarbimis- ja investeerimiskäitumine, inflatsiooniootuste ning jooksevkonto puudujäägi kujunemine. Pangalaenu kanali asemel on mudelis käsitletud üldist krediidikanalit, mis toimib läbi krediidi ratsionaliseerimise.

**Rahapoliitika  
ülekanDEMehhanismi  
uurimiseks on Eesti  
Pangas koostatud  
väike struktuurne  
makromudel, mis  
koosneb 10  
käitumislikust  
valemist ning  
sisaldab 11 ekso-  
geenset näitajat.**

teerimiskäitumine, inflatsiooniootuste ning jooksevkonto puudujäägi kujunemine. Pangalaenu kanali asemel on mudelis käsitletud üldist krediidikanalit, mis toimib läbi krediidi ratsionaliseerimise.

Nagu juba mainitud, on intressisignaalid Eesti rahaturu jaoks suuresti eksogeensed ning sõltuvad välis- teguritest. Seetõttu on mudelis hinnatud kolme erinevat intressišokki – Euroopa Keskpanga (EKP) ametliku intressimäära, välismaise rahaturušoki ning kodumaise rahaturušoki mõju kandumist Eesti majandusse. Ka kodumaiste intresside blokk väärrib lähemat tutvustamist. Esiteks on eeldatud, et välismaised rahaturu-intressid sisenevad otseselt laenuuruintressidesse, läbimata selleks kodumaist rahaturgu. See tähendab, et pikaajaliselt sõltuvad laenuintressid ainult funda-

mentaalteguritega seotud riskipreemiast ning EKP intressimääradest, ei sõltu aga kodumaisest nõudlusest. Lühiajaline kohandumine on seotud aga ka kodumaiste teguritega. Lisaks intressišokkide ülekanDumisele kasutavad pangad laenuDede ratsionaliseerimist, st osa kodumaisest laenuDedusest jäetakse rahuldamata.

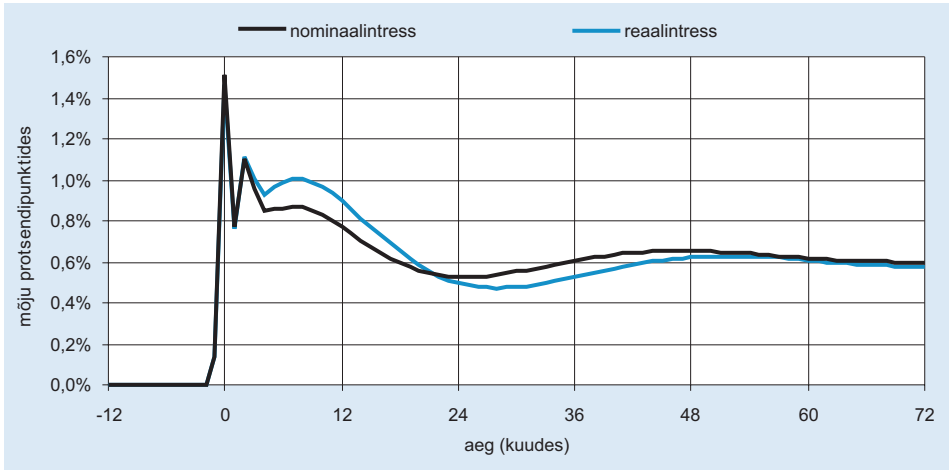
Mudeli võrrandeid ei tuleks siiski käsitleda ülekanDekanalite kesksena – pigem on modelleerimisel lähtunud erinevate majandusagentide ja -sektorite vaheliste seoste kontseptsioonist kui eraldiseisvate kanalite esiletoomisest.

## ■ ÜlekanDEMehhanismi analüüsimine ■ empiriilise mudeli abil

Ülaltoodud mudelit kasutati mitme erineva monetaaršoki uurimiseks. Siinkohal vaatleme EKP rahapoliitiliste intresside taseme ühe protsendipunkti suuruse kasvu mõju kandumist Eestisse. Muude šokkide jäljendusuringute tulemused ning EKP intressišoki põhjalikuma käsitluse võib leida Eesti Panga poolt avaldatud uurimusest<sup>6</sup>.

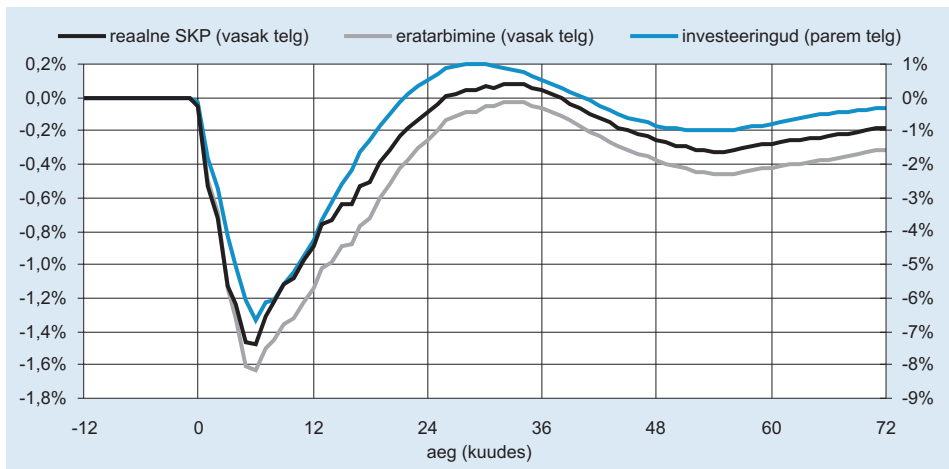
Ootuspäraselt kaasneb EKP intressišokiga **kodumaiste laenuintresside järsk kasv** (vt joonis 1). Kuna inflatsiooniootuste kohandumine on mõnevõrra pikaajalisem protsess, siis on šoki kohene mõju reaalinTressidele üpris tugev. See kestab ainult ühe kuu ning hakkab kahanema umbes kvartali möödudes. Aasta pärast on mõju nominaalintressidele taandunud ca 0,8 ja reaintressidele ca 0,9 protsendipunkti suuruseks. Kõrgema intressitaseme tagajärjel väheneb kodumaine laenamine, mistõttu mõnevõrra alaneb ka kodumaise võlgnevuse keskmine tase.

<sup>6</sup> Vt Pikkani, R. *Monetary Transmission Mechanism in Estonia – Empirical Model*. Working Papers of Eesti Pank. No 5, 2001.



**Joonis 1. Euroopa Keskpanna rahapoliitiliste intresside tõstmise mõju ülekandumine Eesti laenuintressidesse (protsendipunktid)**

Reaalintresside kasvu tõttu väheneb kodumaine laenamine ja kodumaine nõudlus. Kahanemise maksimaalne mõju eratarbimisele ulatub -1,6 ja investeeringutele -6,5 protsendini (vt joonis 2). Kokkuvõttes alaneb šoki tulemusena erasektori kodumaine nõudlus 2,2 protsenti. Avaliku sektori kulutused omavad marginaalselt tasakaalustavat mõju, kasvades ca 0,5 protsenti. Kodumaise nõudluse kahanemine (koos hinnakonkurentsi mõjudega) parandab välistasakaalu ca 1 protsendipunkti võrra SKP suhtes. Samal ajal kahaneb kogutoodang pisut vähem kui 1,5 protsenti (erasektoris loodud lisandväärtus pisut enam kui 1,5 protsenti).

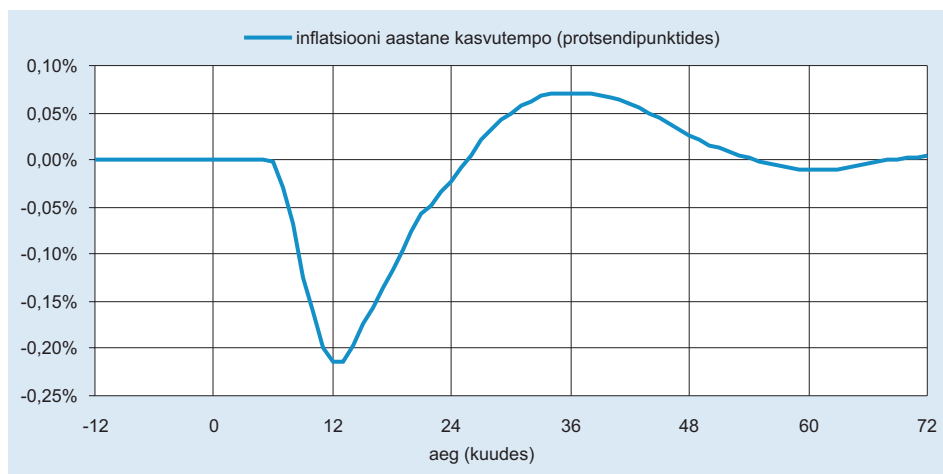


**Joonis 2. Euroopa Keskpanna rahapoliitiliste intresside tõstmise mõju ülekandumine eratarbimisse, investeeringutesse ja kogutoodangusse (protsendipunktid)**



EKP intressitõusu maksimaalne mõju erasektorile avaldub umbes poole aasta jooksul pärast šoki toimumist.

Šoki ülekandumine inflatsioonitemposse võtab mõnevõrra rohkem aega (vt joonis 3). Maksimaalne mõju inflatsioonile avaldub umbes aasta pärast. Selle tulemusena alaneb inflatsioonitempo 0,2 protsendipunkti võrra. Teise šokijärgse aasta lõpuks esialgne inflatsioonitempo taastub, millele järgneb inflatsiooni väike kiirenemine. See on tingitud üldisest hinnasarnastumisest, mistõttu ühe perioodi madalam kasv kompenseeritakse osaliselt järgmistel perioodidel.



**Joonis 3. Euroopa Keskpanga rahapoliitiliste intresside tõstmise mõju ülekandumine aastasesse inflatsioonitemposse**

Investeeringute kahanemise kõrvalmõjaks (nagu eespool mainitud, puudub mudelist tööturgu käsitlev plokk, mistõttu mudel baseerub potentsiaalse tööhõive konstantsusel) on ka potentsiaalse kogutoodangu väike langus. Maksimaalne mõju tootmispotentsiaalile ulatub 0,23 protsendini ning avaldub 18 kuu möödudes.

Kahe-kolme aasta jooksul enam-vähem taastub kodumaise nõudluse ning välistasakaalu šokieelne tase. Kodumaised nominaal- ja reaalinressid püsivad mõlemad 0,6 protsendipunkti võrra šokieelsest tasemest kõrgemal. Ka laenude ning potentsiaalse kogutoodangu tase enam ei taastu, vaid jääb sellest vastavalt 3,2 ja 0,16 protsenti madalamaks.

### ■ Kokkuvõte ■

Rahapoliitika ülekandemehhanismi mõjutavad mitmed tegurid: makromajanduspoliitika üldine kooskõlalatus ja ülesehitus, sh ka rahapoliitilise režiimi valik, samuti majanduse (sh finants- ja reaalsektori) struktuur omavad kõik sellele olulist mõju. Rahapoliitika erinevate

ülekanalite toimimise efektiivsus sõltub suuresti finantssüsteemi ja turustruktuuri arengust. Tegurite ja struktuursete iseärasuste mitmekesisuse tõttu on seda mehhanismi keeruline hinnata isegi kõrge arengutasemega majandustes.

Tänu valuutakomiteele on Eesti monetaartingimused väga tihedalt seotud Euroopa Keskpanka rahapoliitika ja Euroopa monetaartingimustega. Nende signaalide ülekandumine Eesti reaalsektori käitumisse sõltub nii Eesti majanduse struktuurist kui ka traditsioonilistest majandusnäitajatest. Senised kogemused, finantssektori struktuur ning reaalsektori finantseerimise eripära lubavad oletada, et need signaalid võivad Eestisse kanduda nii intressi kui ka krediidikanali kaudu. Seda oletust kinnitab ka rahapoliitika ülekandemehhanismi empiiriline uurimine. Viimane on ka näidanud, et Eesti majandus kohandub monetaaršokkidega suhteliselt kiiresti.