

EELARVENÕUKOGU TEEMAPABER NR 1

**Majandustsükkel, potentsiaalne SKP ja SKP lõhe:
erinevad teooriad, erinevad reeglid**

Ricardo Vicente

Eelarvenõukogu
Estonia pst 13, 15095 Tallinn
+372 668 0661
info@eelarvenoukogu.ee
www.eelarvenoukogu.ee

Vastutava autori e-posti aadress: ricardo.vicente@eestipank.ee
ISBN 978-9949-606-73-3 (pdf)

Majandustsükkel, potentsiaalne SKP ja SKP lõhe: erinevad teooriad, erinevad reeglid

Ricardo Vicente

Juuli 2020

Kokkuvõte

Käesolevas teemapaberis käsitletakse mitmeid põhilisi makromajanduslikke kontseptsioone ning lahatakse nende mõju olemasolevatele eelarvereglitele alternatiivsete majandustsükliteooriate valguses. Lisaks arutatakse, kuidas neid reegleid täiustada – nii üldiselt kui ka Eesti majanduse eripärasid arvestades.

Käesolevas teemapaberis on esitatud autori arvamused, mis ei pruugi ühtida Eesti Panga ja Eelarvenõukogu ametlike seisukohtadega.

Autor on tänulik Martin Larchile Euroopa Eelarvenõukogu ettepaneku selgemaks muutmise eest ja Eesti Panga majandusteadlastele kommentaaride eest.

Sisukord

1. Mida need kontseptsioonid tähendavad?.....	5
2. Kuidas on need kontseptsioonid seotud eelarvereglitega?	5
3. Kas struktuurse eelarvepositsiooni kohta kehtivad kindlad reeglid?.....	6
4. Miks on riikidel eelarveregleid vaja?	6
5. Kas on olemas ühtne lähenemine majandustsükli, potentsiaalsele SKP ja SKP lõhe kontseptsioonile?	7
6. Kas majandustsükli, potentsiaalse SKP ja SKP lõhe kontseptsioonile on ka alternatiivseid lähenemisi? ...	8
7. Kas erinevad majandustsükliteooriad mängivad rolli otsustes, millist majanduspoliitikat järgida ja kuidas eelarveregleid tuleks täita?	9
8. Kui on võimalik, et kitsendavatel poliitikameetmetel on kahjulik mõju, kas see tähendab, et meil pole siis eelarveregleid tarvis?	10
9. Millist teooriat peaksime uskuma?	10
10. Kas Eesti puhul peab samuti paika pigem majandustsükli sikutamisteooria?	11
11. Mida peaksid Eesti-sugused väikse, väga avatud ja muutliku majandusega riigid tegema?	11
12. Kuna majandusteooriad kalduvad toetama ekspansiivset poliitikat ja soovivad olla kitsendava poliitika rakendamisel väga ettevaatlik, kas siis ei peaks eelarveregleid muutma?	12
13. Kas siis tuleks luua uued reeglid, mis aitaksid kaasa sobivale stabiliseerimispoliitikale?	14
14. Kas stabiliseerimise kõrval ei peaks mitte rohkem tähelepanu pöörama ka riigirahanduse kvaliteedi eesmärgile?	14
15. Need soovitusel riigirahanduse kvaliteedi tagamiseks tunduvad olevat hädavajalikud, kuid kas need peaksid olema kehtestatud reeglitenä Euroopa Liidu tasemel?	16
16. Kuidas mõjutab koroonaviirusest tingitud kriis käesolevas teemapaberis esitatud analüüsi?	16
Viited	17

1. Mida need kontseptsioonid tähendavad?

SKP suureneb ja väheneb erinevatel perioodidel erineva kiirusega ja erinevas matus. Seda kõikumist nimetatakse majandustsükliks. Majandusteadlased on seda meelt, et nimetatud kõikumine toimub ümber SKP kasvava taseme ehk ümber potentsiaalse SKP.

Potentsiaalset allapoole jäävat SKPd peetakse ebatõhusaks, kuna see näitab, et majanduses olemas olevaid ressursse ja tehnoloogiat pole täielikult rakendatud. Ka potentsiaalset kõrgem SKP on ebatõhus, sest sellise taseme saavutamiseks võib olla vajadus hoida inflatsioonimäära või palgakasvu pidevas tõusus ning see võib osutada kulukaks.

Kui majanduse tegelik SKP ei vasta oma potentsiaalsele tasemele, tekib SKP lõhe. Kui SKP on potentsiaalsest tasemest kõrgem, tekib positiivne SKP lõhe, kui aga madalam, siis räägime negatiivsest SKP lõhest. Seega peaks majanduse tõhusaks toimimiseks hoidma SKPd potentsiaalile võimalikult lähedal. Selle eesmärgi saavutamiseks rakendatakse stabiliseerimispoliitikat.

Miks majandustsüklid tekivad on mitmeid teooriaid. Erinevad teooriad vaatlevad potentsiaalset SKPd ja parameetreid, mille järgi seda mõõta, erinevate nurkade alt. Erinevad mõõtmismeetodid viivad aga erinevate tulemusteni.

See on tähtis tõik, sest ehkki potentsiaalset SKPd ja SKP lõhet ei ole võimalik üheselt mõõta, mängivad need tähtsat rolli, hindamaks, kas Euroopa Liidu (EL) liikmesriigid järgivad stabiilsuse ja kasvu pakti (mis võeti vastu 1997. aastal, kuid mida on hiljem mitmeid kordi korrigeeritud) ning ka oma riigi seadustes sätestatud eelarvereguleid.

2. Kuidas on need kontseptsioonid seotud eelarvereguletega?

Potentsiaalset SKPd ja SKP lõhet on tarvis mõõta selleks, et mõista, kas majanduskasv suureneb või väheneb, ning tulemusele tuginedes välja arvutada struktuurne eelarvepositsioon, mis on eelarveregulete keskne näitaja.

Stabiilsuse ja kasvu pakti 2005. aasta reformiga muudeti eelarvereguleid paindlikumaks. Fookus nihutati nominaalselt eelarvepositsioonilt struktuursele. Nominaalset eelarvepositsiooni mõõdetakse valitsemissektori kogutulude ja kogukulude vahe suhtena SKP tasemesse. Struktuurne eelarvepositsioon arvutatakse välja nii, et nominaalsest eelarvepositsioonist arvatakse maha majandustsükli, ajutiste ja ühekordsete eelarvemeetmete ning muude eritegurite mõju.

Tavaliselt suurenevad majanduskasvu perioodil ka valitsemissektori tulud. Seetõttu jääks tasakaalus eelarvepositsioon majandustsükli mõjusid arvesse võtmata hoopistükkis defitsiiti. Sarnaselt kahanevad majanduslanguse ajal valitsemissektori tulud ning tõusevad kulud (nt suurenevad töötutoetuste väljamaksed). Taolises olukorras võib suure negatiivse nominaalse positsiooniga riigil olla tasakaalus või isegi positiivne eelarvepositsioon, kui majanduse kokkutõmbumise mõjutegurid eemaldada.

Struktuursele positsioonile keskendudes saab seega majanduslanguse ajal tolereerida ka suuremaid eelarvepuudujääke. Samuti võib majanduskasvu ajal otsustada, et eelarveülejäak on liialt väike. Kuid selleks, et aru saada, kas majandus kasvab või kahaneb, peab teadma, mida potentsiaalne SKP ja SKP lõhe endast kujutavad ning kuidas neid mõõta.

3. Kas struktuurse eelarvepositsiooni kohta kehtivad kindlad reeglid?

Struktuurse eelarvepositsiooni üldine reegel, mis kehtib kõigis ELi riikides, on, et struktuurne eelarvepuudujääk ei tohi ületada 0,5% SKPst neis riikides, kus valitsemissektori brutovõlg on suurem kui 60%, ning 1% riikides, kus võlg on võrdne 60%ga SKPst või sellest väiksem.

Muud reeglid, sh riiklikud eelarvereeglid, võivad küll lubada ajutist suuremat struktuurset puudujääki, kuid näevad ette, et mingi aja pärast tuleb reeglit siiski järgima hakata, või on ületamisele piirmäära kehtestanud.

Ehkki Eestis on võla suhe SKPsse ELi kõige väiksem¹, on riigieelarve seaduse paragrahvis 6(1) määratud, et struktuurne eelarvepositsioon peab olema kas tasakaalus või ülejäägis. See tähendab, et struktuurne eelarvepuudujääk ei tohi olla suurem kui 0% SKPst. Paragrahvi edasistes lõigetes ja punktides lubatakse erijuhtudel seda põhimõtet mitte nii rangelt järgida.

Euroopa Liit lasi Covid-19 pandeemiast tingitud kriisi tõttu 2020. aasta märtsi lõpus käiku vabastusklausli, et peatada eelarvereeglite kohaldamine.

4. Miks on riikidel eelarvereegleid vaja?

Enamik eelarvereegleid on sätestatud 1997. aasta stabiilsuse ja kasvu paktis ja sellega seonduvas ELi seadusandluses. Stabiilsuse ja kasvu pakti reformiti 2005. aastal ning selle rõhk kandus nominaalselt positsioonilt struktuursele, et majanduslanguses olevad riigid pääseksid rangest reeglist hoida nominaalse eelarvepositsiooni puudujääk alla 3% SKPst. 2011. aastal täiendati stabiilsuse ja kasvu pakti kuue lisaga ning 2013. aastal veel kahega. Esimeses komplektis sisaldub viis ELi määrust ja üks nõukogu direktiiv; teises kaks ELi määrust.

Eelarvereeglite üldine eesmärk on tagada, et ELi liikmesriikide riigirahandus oleks usaldusväärne ja eelarvepoliitika kooskõlastatud (vt pakti kohta lähemalt Euroopa Komisjoni [veebilehelt](#)). Praktikas tähendab see, et kindlustatakse riigirahanduse pikaajaline kestlikkus, rakendatakse vastutsüklilisi poliitikameetmeid SKP stabiliseerimiseks ning tõstetakse riigirahanduse kvaliteeti.

Kestlikkuse ja stabiliseerimise all peetakse silmas valitsemissektori liigse võlakoormuse tekkimise vältimist ja eelarvepoliitikat, mis avaldab majandusüklile vastumõju, taltsutades nii liigkiiret majanduskasvu kui ka ülemäära sügavat majanduslangust. Need eesmärgid tähendavad, et riikidel peab olema võimalik ja mitte ülemäära kallis oma võlga tagasi maksta, majanduslik tõhusus tõuseb tänu kõikumiste ärajäämisele ja inflatsioonisurve nõrgeneb, sest välditakse liigseid kulutusi (vt määrust (EL) nr 473/2013).

Riigirahanduse kvaliteet on potentsiaalse SKP kasvu seisukohast väga tähtis tingimus ning see hõlmab mitut erinevat valdkonda, nt riigirahanduse struktuuri, maksusüsteemi ülesehitust ja tõhusust ning valitsemissektori suurust.

¹ 2018. aastal oli see 8,4% SKPst. Teisel kohal oli Luksemburg, kelle võla suhe SKPsse oli 21% ehk kaks ja pool korda suurem kui Eestil. Allikas: Eurostat.

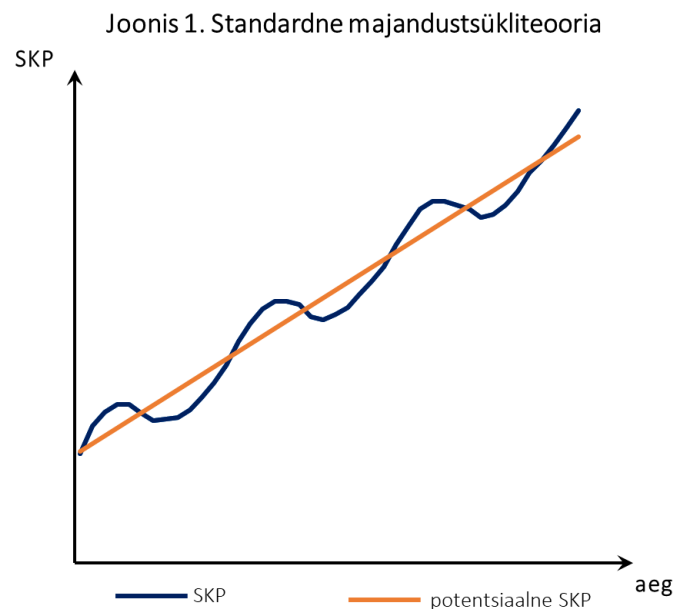
5. Kas on olemas ühtne lähenemine majandustsükli, potentsiaalsele SKP ja SKP lõhe kontseptsioonile?

Üldiselt ollakse seisukohal, et ekspansiivne eelarvepoliitika (valitsemissektori kulutuste tõstmine, madalamad maksumäärad või mõlemad koos) ning ekspansiivne rahapoliitika (nt keskpang langetab intressimäärasid) suurendavad majandusaktiivsust. See aitab vältida majanduslangust või vähemalt seda leevendada. Samuti võib majandusaktiivsuse tõus suunata majandust liikuma potentsiaalse SKP tasemest ülespoole. Vastupidine poliitika, nt intressimäärade tõstmine, aeglustab üldise arusaama järgi majanduskasvu. Kirjeldatud majanduspoliitiliste meetmete mõjus kasvule on ühel nõul paljud majandusteadlased.

Siiski on tõstatunud akadeemiline arutelu ja on tehtud mitmeid uurimistöid selle kohta, kuidas täpselt ekspansiivne või kitsendav poliitika majandusaktiivsust suurendab või pidurdab. Seost majanduspoliitika ja selle mõju vahel nimetatakse ülekandemehhanismiks. Erinevad majandustsükli teooriad räägivad aga erinevatest ülekandemehhanismidest.

Väga paljud majandusuurijad ja majanduspoliitika kujundajad on seda meelt, et kõikumised potentsiaalse SKP ümber on enam-vähem sümmeetrilised (vt nt Aiyar ja Voigts, 2019; Dupraz jt, 2019). See tähendab, et hüpped üle potentsiaalse SKP taseme ja kukkumised sellest allapoole neutraliseerivad üksteist. Nii et SKP lõhe võib olla kohati positiivne ja vahel negatiivne, aga need mõjud taandavad üksteist ja standardteooria järgi on lõppeks tulemus null.

Joonisel 1 on kujutatud standardteooriat. Tumesinine joon näitab SKPd, oranž aga potentsiaalset SKPd. Oranžist joonest kõrgemal, kuid tumesinisest joonest allpool olevad alad näitavad positiivset SKP lõhet, samas kui potentsiaalsest SKPst allpool ning SKPst ülevalpool paiknevad alad tähistavad negatiivset SKP lõhet.



Kõigi ülejäänud tingimuste samaks jäädes viitab suurem SKP lõhe väiksemale struktuursele eelarvetasakaalule, mis tähendab, et struktuurse eelarve reegleid on raskem järgida. Kui varasemaid SKP lõhesid hiljem ülespoole korrigeeritakse, võib ka selguda, et riik, mille kohta eelnevalt arvati, et ta täidab eelarvereegleid, seda tegelikult ei teinud.

SKP lõhe hinnangute korrigeerimine võib olla tähtis just Eesti-suguse väikse ja väga avatud majandusega riigi puhul. Seal on keerulisem SKPd reaajas mõõta, sest majanduse areng on muutlikum ja tootmisvõimsuse rakendatuse taset pole nii lihtne hinnata.

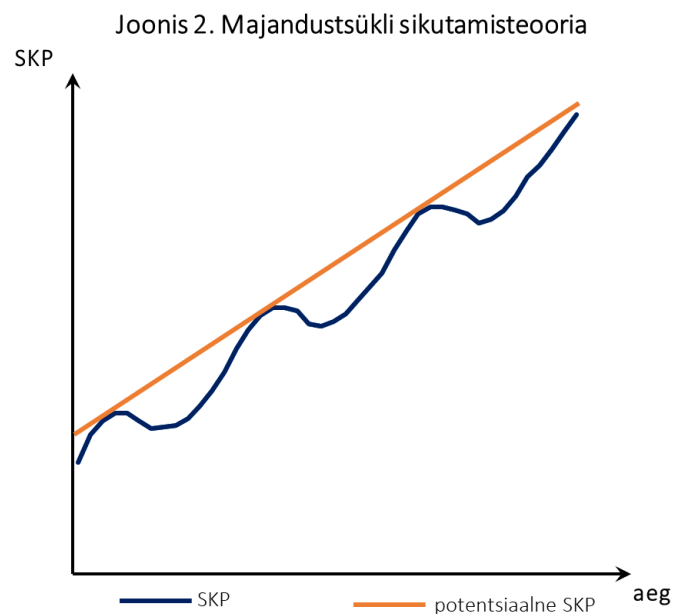
6. Kas majandustsükli, potentsiaalse SKP ja SKP lõhe kontseptsioonile on ka alternatiivseid lähenemisi?

Milton Friedman arendas välja alternatiivse teooria: majandustsükli sikutamisteooria (*plucking theory*)². Ta võrdles majandust kummipaelaga, mis on tõmmatud jäiga horisontaalse plaadi all asuva ja õrnalt selle külge liimitud kahe punkti vahele ning mida siis sikutati mitmest juhuslikult valitud punktist erineva jõuga, kinnitades kummipaela madalaimas punktis (Friedman, 1964). Lõpptulemuseks on üles-alla looklev joon, mis sümboliseerib majandustsükli (vt joonis 2).

Selle teooria järgi toimuvad majanduse SKP kõikumised potentsiaalset allpool. See tähendab, et majandustsükli langeb surutise ajal kasv alla potentsiaalse taseme ja jõuab tõusuperioodi jooksul selle tasemeni tagasi, kuid ei ületa seda. Seega saab SKP lõhe olla alati ainult negatiivne.

Friedman ei proovinud seda teooriat mingi kindla valemikomplekti abil juurutada. Pigem esitas ta seda kui võimalust lihtsasti selgitada mustrit USA SKP andmetes. Friedman kasutas korrelatsiooni ja statistilisi teste, et näidata, et tema teooriaga sobitusid need andmed paremini kui nende teooriatega, mis arvavad, et SKP kõikumine on sümmeetriline.

Friedmani teooriat illustreerib joonis 2. Alad oranžist joonest allpool ja tumesinisest ülalpool on negatiivne SKP lõhe.



Sikutamisteooria on võetud aluseks ka mõnede ökonomeetriliste ja teoreetiliste mudelite loomisel (Kim ja Nelson, 1999, Sinclair, 2010, Aiyar ja Voigts, 2019, Dupraz jt, 2019). Kõik need selgitavad, miks

² M. Friedman oli USA majandusprofessor, kelle põhitöökoht oli Chicago Ülikool. 1976. aastal sai ta Nobeli majanduspreemia. Majandustsükli sikutamisteooria kohta vt lähemalt Friedman (1964 ja 1993).

majandustsükli paljud aspektid ja mitmedki makromajanduslikud muutujad on kohati asümmeetrilised. Näiteks näitavad andmed, et surutised kalduvad olema järsud ja kiired, kuid taastumisperiodid pikad ja aeglased. Töötuse määr ei tiirle sümmeetriliselt oma keskmise lähedal, vaid on paremale poole viltu. Palgad, hinnad, hõive ning SKP on samuti majandustsükli jooksul asümmeetrilised.³

Ehkki mehhanismid, mille mõjul majandustsükli kõikumised tekivad, on mudeliti erinevad, suudavad need andmeid siiski paremini selgitada kui makromajanduslike ilmingute asümmeetrilisuse põhimõtet järgivad mudelid.

7. Kas erinevad majandustsükli teooriad mängivad rolli otsustes, millist majanduspoliitikat järgida ja kuidas eelarvereegleid tuleks täita?

Erinevad majandustsükli teooriad pooldavad erinevat optimaalset majanduspoliitikat. Näiteks üldise eesmärgi puhul tagada majandustsükli tõhusus erineb selleks valitav stabiliseerimispoliitika märkimisväärselt sõltuvalt sellest, millist teooriat õigeaks peetakse.

Traditsioonilise teooria seisukohast tuleks majanduskasvu ajal, kui leitakse, et SKP ületab potentsiaalset taset, rakendada pidurdavaid majanduspoliitikameetmeid. Majandustsükli sikutamisteooria pooldab aga täiesti vastupidist – selle suuna järgijad on igasuguse kitsendava poliitika vastu, kuna pole võimalik, et majandus kasvaks potentsiaalset kiiremini.

Peale selle võivad poliitikakujundajad, kes pooldavad traditsioonilist teooriat, hakata majandust kiire kasvu faasis maha jahutama. Samas usuvad sikutamisteooria pooldajad, et majandust võib ka kiire kasvu ajal stimuleerida, et see kiiremini oma potentsiaali juurde tagasi pöörduks.

Veelgi enam – kui sikutamisteooria peab vett, siis on stabiliseerimispoliitikast tulenev heaolu kasv tõenäoliselt palju suurem, kui tavaliselt arvatakse (Dupraz jt, 2019). Standardteooria järgi aga parandab stabiliseerimine heaolu, kuna see kahandab SKP mahu kõikumist ja maandab nõndaviisi riske. Kuna aga SKP lõhe on keskmiselt null, ei vii lõhe vähendamine keskmise SKP suurenemiseni. Sikutamisteooria jällegi ütleb, et kuna SKP lõhe on keskmiselt negatiivne, kasvab heaolu mitte ainult kõikumise vähenemise arvelt, vaid ka tänu sellele, et stabiliseerimine suurendab keskmist SKPd.⁴

Mis puudutab eelarvereeplit järgimist, siis kui reaalne majandustsükli positsioon jääb standardteooria järgi tehtud hinnangule alla, võib eelarvereeplit järgiv poliitika nende reeplit eesmärkidele hoopis vastu töötada. Selline olukord on ilmselt levinum, kui oskame arvata, kuna majandustsükli positsiooni hindamise meetodid kalduvad süstemaatiliselt ülespoole.⁵

Kui SKP võib olla ainult kas potentsiaalsel tasemel või sellest allpool, võivad igasugused majanduse jahutamise eesmärgil võetud meetmed põhjustada ebatõhusust, kahjustada võla teenindamise

³ Selliseid omadusi on tuvastatud USA ja teiste suuremate arenenud majanduste andmetes. Vt nt (paljude teiste seas) Kim ja Nelson (1999), McKay ja Reis (2008) ning seal sisalduvaid viiteid, Abbritti ja Fahr (2013) ning Dupraz jt (2019).

⁴ Olemas on ka kolmas kanal, mille kaudu stabiliseerimispoliitika võib heaolu suurendada. Tööturu taastumise hilinemise ehk hüstereesi tulemusena võivad töötud muutuda heitunuks (st kaotavad lootuse tööd leida) ning nende oskused kahanevad seda enam, mida kauem nad tööturul ei osale. Seetõttu ei pruugi nad enam tööd leida või siis on vähem produktiivsed kui enne töö kaotamist. Nii et majanduslangusel võib olla potentsiaalsele SKP-le püsiv negatiivne mõju. Stabiliseerimispoliitika võib aidata seda vältida, kui selle abil suudetakse langusperioodi kas lühendada või selle süvenemist pidurdada (Vt Blanchard ja Summers, 1986).

⁵ See probleem mõjutab nii filtreerimismeetodeid, nagu Hodrick-Prescotti filter, kui ka tootmisfunktsiooni meetodeid (Aiyar ja Voigts, 2019).

jätksuutlikkust, põhjustada deflatsiooni ning muuta keerulisemaks 3% nominaalse puudujäägi reeglist kinnipidamise.

Kui sikutamisteooria peab paika, siis on kahjulik mõju kõigil poliitikameetmetel, mille eesmärk on vähendada majandusaktiivsust põhjusel, et SKP ületab potentsiaali.

8. Kui on võimalik, et kitsendavatel poliitikameetmetel on kahjulik mõju, kas see tähendab, et meil pole siis eelarvereegleid tarvis?

Sõltumata sellest, milline teooria on tõene, jäävad siiski kehtima üldised eesmärgid: riigirahanduse jätkusuutlikkus, SKP stabiilsus ja riigirahanduse kvaliteetsus. Sikutamisteooriast ei saa näiteks välja lugeda, et püsivalt suurenev võla suhe SKPsse ei ohustaks majandust või et riiklike investeeringute kvaliteet ja struktuur pole olulised.

Seega jääb vajadus eelarvereeqlite ja muude mehhanismide, nt iseseisvate eelarvenõukogude järele ikka alles. Poliitikakujundajatel on neid tarvis, et saavutada üldisi riigirahanduse eesmäärke.

Sellegipoolest võib olla vajalik need reeglid üle vaadata. Üks võimalus on viia need kooskõlla ühe kindla teooriaga. Teine võimalus on muuta neid nii, et nende kohaldamine ei sõltu ühestki teooriast.

9. Millist teooriat peaksime uskuma?

Majandusteadlased ja poliitikakujundajad pooldavad üldiselt standardteooriat. Siiski on sikutamisteooria viimasel ajal jälle päevakorrade tulnud, kuna tundub, et selle abil saab paremini selgitada euroala ja USA majanduskasvu taastumist pärast viimast surutist kuni Covid-19 pandeemiani. Enne hiljutist pandeemiat hakkas euroala majandus uuesti kasvama 2013. aasta esimeses kvartalis (CEPR ja EABCN, 2019), USA majandus aga juba 2009. aasta kolmandas kvartalis (NBER, 2010).

Mõlemas piirkonnas oli SKP kasvanud juba pikka aega ning kummaski polnud märke suurenevast inflatsioonist. See oli taastumise algusest saati suhteliselt madalale tasemele jäänud. Peale selle on standardteooria järgi tehtud hinnangud SKP lõhele näidanud, et see on olnud positiivne euroalal alates 2016. aastast ning USAs alates 2018. aasta esimesest kvartalist⁶ kuni praeguse kriisini.

Neid andmeid vaadates tuleb välja, et tekkinud on vastuolu standardteooriaga, mis eeldab, et majanduskasv pluss positiivne SKP lõhe toovad kaasa inflatsiooni tõusu.

Majandustsükli sikutamisteooria aga selgitab pika taastumisperioodi ja sellega kaasneva püsivalt madala inflatsiooni ära: ehkki majandus kasvab, jääb kasv ikkagi potentsiaalset allapoole. Nii et kuna tsükliline kasv saavutatakse rohkemate ressursside kasutuselevõtu abil, ei teki hinnatõusurvet.

Paljud majandusteadlased pooldavad standardteooriat, öeldes, et töötuse määra ja inflatsiooni suhe on muutunud. Nende meelest peaks töötuse määra kahanemisel inflatsioonimäär siiski tõusma, kuid taoline negatiivne suhe peaks nüüd varasemast teravamalt ilmnema juba väiksema töötuse määra puhul.

⁶ USA kohta vt <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=fxSX>. Euroala andmed on aastapõhised; vt 6.6.2 siit: https://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/ResultSerie.cfm.

Näiteks Euroopa Keskpannga juhatuse endine liige Benoît Cœuré (2019) väidab, et maailmamajanduses on toimunud struktuursed muutused, mis on mõjutanud suhet töötuse ja inflatsiooni vahel ning mis takistavad inflatsiooni tõusu. Mõned neist muutustest on näiteks püsivalt madal naftahind, töötajate vähenenud palgakauplemissvõimalused ning kestva digitaliseerimise ja globaliseerumise tulemusel suurenev konkurents toodanguturul.

Nii võib sikutamisteooria pakkuda mõnedele viimaste aastate olulisematele makromajanduslikele suundumustele USAs ja euroalal pealtnäha parema selgituse kui standardteooria, kuid standardteooriatki saab mitmete maailmamajanduses toimunud suurte muutuste valguses kaitsta.

10. Kas Eesti puhul peab samuti paika pigem majandustsükli sikutamisteooria?

Nii Eesti kui ka Läti puhul on vaieldav, kumb teooria paremini paika peab.

Sikutamisteooria kehtib väga hästi, kui vaadata, kui ruttu Eesti ja Läti majandus pärast eelmist kriisi taastuma hakkas. Üks selle teooria järeldus on, et surutise sügavus ennustab majanduskasvu taastumise kiirust. Pärast sügavat langust on oodata kiiret tõusu. See kattub Eesti ja Läti kogemusega. Siiski on see teooria vastuolus standardteooria tõekspidamistega.

Hindu vaadates on nii Eestis kui ka Lätis olnud perioode, kus toodangu kasv on käinud käsikäes inflatsioonitõusuga. Näiteks 2007. aastal, mil Eesti reaalse SKP kasv oli väga kiire, kasvas ka inflatsioonimäär. Sama toimus taastumisperioodil 2009. aasta lõpust 2010. aasta lõpuni ja järgmisel kasvuperioodil 2016. aasta aprillist kuni 2017. aasta novembrini.⁷ SKP lõhe oli positiivne vaid esimesel neist kolmest perioodist.⁸ Kõik see vastab standardsele makromajandusteooriale, mille järgi kiire kasvuga kaasneb ka kiire inflatsioon ja seda nii taastumisel pärast surutist, mil SKP lõhe on negatiivne, kui ka potentsiaali ületava kasvu korral, mil lõhe on positiivne.

Üle-eelmises lõigus kirjeldatud järelduse panid proovile ka Dupraz ja kaasuurijad (2019), analüüsides USA töötuse määra andmeid. Nad leidsid neis andmetes teooriale kindlat tõesust. Sandri (2019) kasutas teiste arenenud majandusega riikide andmeid ning leidis sikutamisteooriale mõningast tõesust. Muude riikide, nt Eesti andmeid kasutades võib teooriale tõesust leida, aga võib ka mitte.

Nii et valitseb ebakindlus, milline teooria on majandustsüklis selgusele jõudmiseks parim. Samuti pole selge, kas üldine parim mudel on parim ka iga üksiku majanduse jaoks.

11. Mida peaksid Eesti-sugused väikse, väga avatud ja muutliku majandusega riigid tegema?

Ebakindlus selle kohta, milline teooria paika peab, on samaväärne ebakindlusega selles suhtes, kuidas makromajandus tegelikult toimib.

Kui usutakse, et tõene on standardne majandustsüklimudel ja seega on võimalik mõõta ka positiivset SKP lõhet, saab järeldada, et majandus kasvab potentsiaalsest tasemest kiiremini ja tuleb rakendada

⁷ Aastarvestuses kuiseid andmeid vaadates oli suurima ja väikseima inflatsioonimäära vahe 2007. aastal 7 protsendipunkti, aastatel 2009–2010 7,5 protsendipunkti ja 2016.–2017. aastal 4,5 protsendipunkti. Allikas: Eurostat.

⁸ SKP lõhe on arvatud kui "lõhe tegeliku SKP ja SKP trendi vahel püsivhindades (referentsaasta 2015)". Allikas: AMECO.

kitsendavat poliitikat. Kui aga lähtuda sikutamisteooriast, võib kitsendav poliitika viia hoopis majanduslanguseni või siis vähemalt pidurdada kasvu liikumist potentsiaali suunas.

Nii et kui pole päris kindel, kuidas majandus toimib, peaksid ka poliitikakujundajad olema kitsendava poliitikaga ettevaatlikud.⁹ SKP lõhed ei pruugi olla sümmeetrilised; negatiivne lõhe tundub olevat levinum. Seetõttu ei tohiks stabiliseerimispoliitika olla neutraalne, st surutise ajal rakendatavad stiimulid ja tõusu ajal võetavad kitsendavad meetmed on tavaliselt sama mõjuga. Selle asemel peaks stabiliseerimispoliitika olema ekspansiivne.¹⁰

Äärmine ettevaatus kitsendavate poliitikameetmete rakendamisel ei tähenda aga seda, et ekspansiivse eelarvepoliitikaga võib vabalt ringi käia. Alati on oht, et liigne laenukoormus ja viletsa kvaliteediga riigirahandus, sh investeerimine ebavajalikku infrastruktuuri, hakkavad majandust kahjustama.

Lisaks võib eelarvemahu suurendamine põhjustada muidki probleeme, nt kapitali ja tööjõu ülemäärane paigutamine suletud sektorisse, mittekestlike boomide võimendamine ning konkurentsivõime kadu palga- ja hinnakasvu tõttu. Viimast probleemi on eriti raske leevendada, kui riik kuulub rahaliitu ja konkurentsivõimet ei saa taastada vahetuskursi muutmise abil.

Ekspansiivne eelarvepoliitika ei tule riigis kõne alla ka siis, kui rahaliidus kehtestatud üldine rahapoliitika on selle riigi jaoks liiga lõtv.

Eesti-suguse väikse ja väga avatud majanduse puhul ei pruugi stimuleeriv eelarvepoliitika olla väga tõhus, kuna märkimisväärne osa täiendavalt tekitatud ostuvõimest läheks importkaupade ja -teenuste ostmiseks.

Neid ohumärke silmas pidades ja võttes arvesse võimalust, et majandus võib uuesti potentsiaalsele tasemele jõuda ka igasuguse eelarvestiimulita, annab sikutamisteooria ekspansiivsele eelarvepoliitikale väga tähtsa rolli SKP keskmise taseme suurendamisel.¹¹

Üldiselt on ekspansiivsel eelarvepoliitikal oluline roll igasuguses majanduskontekstis, kus on raske languse ajal nominaalpalga langetada. Raske võib see olla seetõttu, et suurel hulgal hõivatuid on pikaajalised palgalepingud. Majandusteadlased nimetavad sellist olukorda nominaalpalga languse jäikuseks.

12. Kuna majandusteooriad kalduvad toetama ekspansiivset poliitikat ja soovivad olla kitsendava poliitika rakendamisel väga ettevaatlik, kas siis ei peaks eelarvereeleid muutma?

Eelarvereeclid näevad ette, et struktuurne eelarvepuudujääk peab olema väike, nominaalne eelarvepuudujääk tuleb hoida väiksem kui 3% SKPst ja suure võlakoormusega riigid peavad võla suhet SKPsse vähendama. Need nõudmised viivad konsolideerimiseni, mis tähendab maksukoormuse tõstmist ja

⁹ Paljud majandusteadlased on seda meelt, et EKP 2011. aasta kitsendavad meetmed põhjustasid euroalal W-kujulise majanduslanguse. 2011. aastal tõstis EKP intressimäärasid kaks korda. Vt The Economist (2019).

¹⁰ Aiyar ja Voigts (2019) väidavad, et pole teoreetilist põhjust arvata, nagu peaksid positiivsed kõrvalekalded potentsiaalsest SKPst ajas negatiivsetega võrdsed olema, st keskmine SKP lõhe ei pea olema null. Lisaks ütlevad nad, et *ülehoive* on teoreetiline mõiste ja ei vasta tavaelu olukorrale.

¹¹ Sikutamisteooria mudel mitte ainult ei poolda ekspansiivset eelarvepoliitikat, vaid toetab ka vähem piiravat makromajanduslikku keskkonda. Näiteks soovitatakse tõsta inflatsioonimäära eesmärk 2%-lt 4%-le (Dupraz jt, 2019). Selline tõus lihtsustaks majanduse taastumist stiimulite puudumisel.

avaliku sektori kulutuste kärpimist ja see on juba kitsendav eelarvepoliitika, mille rakendamisel tuleb teooriate kohaselt olla ettevaatlik.¹²

ELi eelarveeeglite muutmise üle käib pidev arutelu, milles osalevad nii teadlased, poliitikakujundajad kui ka ELi institutsioonid.¹³ Euroopa Eelarvenõukogu (EFB) avaldas hiljuti Euroopa Komisjoni presidendi nõudmisel ülevaate ELi eelarveeeglitest eesmärgiga neid lihtsamaks muuta (EFB, 2019).

EFB ülevaates järeldatakse, et eelarveeeglid on küll soodustanud teatud jätkusuutlikkuse saavutamist, kuid need pole aidanud kaasa SKP stabiliseerimise ja kvaliteetse riigirahanduse saavutamisele.

Täpsemalt väidetakse, et eelarveeeglid pole takistanud protsükliliste meetmete (st meetmed, mis suurendavad SKP kõikumist ja töötavad stabiliseerimisele vastu) rakendamist ega andnud tõuget stabiilsust toovate vastutsükliliste abinõude tarvitusele võtmiseks.

Neid ja muidki argumente arvesse võttes soovitatakse EFB ülevaates eelarveeegleid lihtsustada, jäädes siiski kindlaks riigirahanduse pikaajalise jätkusuutlikkuse eesmärgile. Lihtsustamise all mõeldakse, et lähtuda tuleks ainult ühest näitajast – esmastest netokuludest. Selle näitajaga mõõdetakse valitsemissektori selliseid kulusid, mis ei sisalda võlateenindamiskulusid, ja see näitab suvakohaseid tulumeetmeid netos.

Riikides, kus võla suhe SKPsse ületab 60%, tuleks kehtestada piirang esmaste netokulude kasvumääradele, et võla suhe langeks 60%ni SKPst või isegi madalamale. Piirang sõltuks potentsiaalse SKP kasvust (EFB, 2019; 6.3). Kasvutrendi väljaarvutamine oleks teooriatest sõltumatum ja sisaldaks vähem vigu kui potentsiaalse SKP arvutamine igaks perioodiks. Ühtlasi ei tuleks potentsiaalse SKP kasvu kiirust hiljem nii palju korrigeerida kui potentsiaalse SKP kasvu taset (Darvas jt, 2018).

Riikides nagu Eesti, kus võla suhe SKPsse on alla 60%, esmaste netokulude piiramise reeglit ei rakendataks. Nemad peaksid ka edaspidi täitma nõuet, et nominaalne eelarvepuudujääk moodustaks SKPst maksimaalselt 3%¹⁴.

See ettepanek on märkimisväärne, sest kõrvale on jäetud nii SKP lõhe kui ka struktuurne eelarvepositsioon. Nagu eespoolgi öeldud, ei saa SKP lõhet ja struktuurset eelarvepositsiooni otseselt mõõta, vaid neid tuleb hinnata ja hinnangud sõltuvad sellest, millist majandustsükliteooriat pooldada, ning hiljem tuleb neid hinnanguid kõvasti korrigeerida (Darvas jt, 2018). Esmased netokulud ja nominaalne eelarvepuudujääk on aga otseselt mõõdetavad ja ei sõltu ühestki majandustsükliteooriast. See annab soovitatud eelarveeeglite lihtsustamisele eelise olla robustne mistahes majandustsükliteooria valimise korral. Lihtsustamine on teorianeutraalne, mis tähendab, et see ei eelda keerulise valiku tegemist alternatiivsete teooriate vahel.

Lihtsustamisetpanek on tähtis ka selle poolest, et kui keskenduda võla jätkusuutlikkuse eesmärgile, siis võib see anda valitsustele piisavalt tegutsemisruumi kujundada oma eelarvepoliitika selle järgi, kuidas nad ise makromajanduslikke tingimusi näevad ja milline teooria neile kõige paremini sobib. Väiksema võlakoormusega riikidel oleks pärast reeglite muutmist oma eelarvepoliitikas rohkem

¹² Paljud majandusteadlased on juba aastaid rääkinud sellest, et kokkuhoiupoliitika riikides, kus majandusolukord on väga halb, mõjub veelgi kahjustavamalt. Siiski ei hõlma hoiatus olla kitsendava poliitika rakendamisega ettevaatlik ainult nõrga majandusega riike, vaid kehtib üldiselt.

¹³ Vt nt IFO (2019).

¹⁴ 3%st kõrgem eesmärk võib olla võla jätkusuutlikkuse tagamiseks küll liiga suur, kuid samas liiga madal stabiliseerimismeetmete rakendamiseks sügavas majanduskriisis.

manööverdamisruumi kui praegu. Suure võlakoormusega riikidel oleks seda aga vähem või rohkem, sõltuvalt sellest, kui kiiresti nad uute reeglite valguses 60% võlakoormuseni jõuavad.

Siiski tundub, et muudatusettepanekud, mis praegu keskenduvad puhtalt võla jätkusuutlikkuse eesmärgile, ei motiveeri vajaliku stabiliseerimispoliitika rakendamist. Ning ehkki protsükliliste eelarvepoliitiliste kitsenduste tõenäosus tundub ettepanekute valguses olevat väike, on ekspansiivne protsükliline poliitika palju rohkem teretunud.

13. Kas siis tuleks luua uued reeglid, mis aitaksid kaasa sobivale stabiliseerimispoliitikale?

Viimase kümnendi jooksul ja isegi enne seda on paljude euroala riikide jaoks olnud keskne võla jätkusuutlikkuse eesmärk, aga Eesti jaoks ei oma see suurt tähtsust, sest siin on valitsemissektori võla suhe SKPsse kehtestatud 60% piirist kõvasti allpool (vt allmärkus 1).

Seega on soovitatav pöörata rohkem tähelepanu teistsugusele eelarveraamistikule, kus tähtsamad eesmärgid oleksid makromajanduslik stabiilsus ja riigirahanduse kõrgem kvaliteet. See oleks eriti oluline väikse võlakoormusega riikide jaoks.

Makromajanduslikku stabiilsust tagavate ja samal ajal kõigist teooriaist sõltumatute reeglite loomine pole aga lihtne ülesanne, eriti kuna valitsustel tuleb ühtlasi võimaldada ka oma kindlaid majanduseesmärke saavutada. Nii et see nõuab suurt tööd nii poliitikakujundajatelt kui ka majandusuurijatelt.

SKP stabiliseerimine on Eesti jaoks äärmiselt tähtis. Ühest küljest on näha, et Eestis on viimasel ajal rakendatud protsüklilist eelarvepoliitikat (vt eelarvenõukogu, 2019). Teisalt võib väärt hinnang SKP lõhele koos praegu kehtivate struktuurse eelarvepositsiooni reeglitega, mis võivad olla liialt jäigad, viia halvasti ajastatud kitsendava eelarvepoliitikani. Enne Covid-19 pandeemiast tingitud kriisi puhkemist, kui hinnangute järgi oli Eesti SKP lõhe positiivne (vt eelarvenõukogu, 2019), ilmnas aga ka märke majanduse jahtumisest (vt Eesti Pank, 2019).

Sobivama stabiliseerimispoliitika kasutuselevõtu ajendeid võib pakkuda ka riiklikul tasemel, kuid parem oleks, kui need tuleksid ELi tasemel kehtestatud raamistikust. EFB-lt tulnuna osutuks taoline raamistik kasulikumaks, kuna see võimaldaks madala võlakoormusega riikidele rohkem eelarvepoliitilist manööverdamisruumi.

14. Kas stabiliseerimise kõrval ei peaks mitte rohkem tähelepanu pöörama ka riigirahanduse kvaliteedi eesmärgile?

Stabiilsuse ja kasvu pakt ning sellega seotud õigusaktid suunavad riigirahanduse kvaliteeti pigem konkreetsetele riikidele mõeldud soovitude näol. Ettepaneku soovitusteks teeb Euroopa Komisjon ning need kiidab heaks Euroopa Liidu Nõukogu. Nende soovitude tegemisel vaadeldakse aga pigem eelarvelisi koondandmeid ning viidatakse üsna ebamääraselt majanduse üldistele eesmärkidele. Lisaks pole nende sihiks panna paika standardeid selle kohta, kui kõrge peaks olema riigirahanduse kvaliteet.¹⁵

¹⁵ Üks näide ebamäärasest keelekasutusest Euroopa Komisjoni riigipõhistes soovitustes: "Võtke meetmeid soolise palgaerinevuse vähendamiseks, mh suurendades palkade läbipaistvust." (Euroopa Komisjon, 2019).

Ajendite pakkumine riigirahanduse kvaliteedi tagamiseks on Eestile oluline ka juhul, kui kavandatakse suuremahulisi riiklikke investeeringuid (nt transpordisektorisse) (Rahandusministeerium, 2019).

Tarvis oleks normatiivset raamistikku, mis oleks kooskõlas stabiilsuse ja kasvu pakti ning sellega seonduvate õigusaktide üldiste eesmärkidega ning mis motiveeriks läbi viima projekte, mis aitaksid kaasa majanduse pikemaajalisele kasvule. Projektide kasulikkust tuleks analüüsida objektiivselt, rangelt ja sõltumatult. Raamistik peaks blokeerima ka projektid, mis ei läbi positiivse nüüdispuhasväärtuse testi.

Ebavajalike projektide blokeerimine pole tähtis mitte ainult majanduse tõhususe ja pikaajalise kasvu aspektist; see aitab kaasa ka SKP stabiilsusele, kuna takistab valitsuse kulutuste kontsentreerumist lühikesse ajavahemikku.

Tuginedes eelarvenõukogu (2019) järeldustele, peaks lisaks tegema võrdlushinnangu selle kohta, kuidas projekte kavatakse rahastada ja ellu viia – kas näiteks kasutatakse tavapärasest riigihanget või avaliku ja erasektori partnerluse (averus) mudelit.¹⁶ Taoline hindamine peaks olema iga suure projekti eeltingimus ja valida tuleks variant, millel on parim kulude ja riskide tasakaal.

Normatiivse raamistiku loomisel saaks inspiratsiooni kahest väga heast allikast. Üks on rahvusvahelise valuutafondi Eesti jaoks koostatud hinnang riiklike investeeringute juhtimisele (*Public Investment Management Assessment*, IMF 2019) ja teine riigikontrolli aruanne riiklike investeeringute kavandamise ja juhtimise kohta (Riigikontroll, 2020).

Mõlemas dokumendis tuuakse välja terve nimekiri vigu riiklike investeeringute planeerimises ja haldamises ning esitatakse mitmeid kattuvaid ettepanekuid. Siin on osa neist:

- seadusega sätestatud nõuet, et ELi kaasrahastusega teostatavaid suuri projekte tuleb enne igakülgset hinnata, peaks rakendama ka kohalikul tasemel rahastatavatele projektidele;
- kõik ministeeriumid peaksid läbi viima standardsed igakülgsed projekti hinnangud;
- projekti hinnangu peaksid läbi viima sõltumatud välisekspertid;
- riiklike investeeringute jaoks tuleks koostada 15 aasta ettevaates kõiki valdkondi hõlmav investeeringute kava, kus on arvesse võetud nii rahastamist, elluviimist kui ka hindamist;
- averuse, riigi omanduses ettevõtete ja kohalike omavalitsuste projektidega seotud eelarveriskide ja tingimuslike kohustuste süstemaatiline tuvastamine, seiramine ja aruandlus;
- riiklikult rahastatavatele projektidele peaksid kehtima ranged valikukriteeriumid (IMF, 2019) ja need kriteeriumid peaksid kehtima kõikides sektorites;
- väikseid ja keskmise suurusega projekte tuleks rangelt hinnata;
- hinnata tuleks ka lõpetatud projektide sotsiaalmajanduslikku mõju;
- ministeeriumid peaksid koguma detailset infot nende haldusala äriühingute, sihtasutuste ja avalik-õiguslike ülikoolide investeeringute kohta (riigikontroll, 2020);
- eksisteerima peaks andmebaas, kust saab ülevaate kõigi riiklike investeeringute kohta;
- töös olevate projektide kohta peaks olema tsentraliseeritud ülevaade;
- planeerimisetappi tuleks tõhustada, sest ülekulud ja tähtaegade ületamine on tavaliselt viletsa planeerimise tagajärg.

Need soovitused pluss positiivse nüüdispuhasväärtuse reegel võivad moodustada riigirahanduse kvaliteedi tagamise normatiivse raamistiku nurgakivi.

¹⁶ OECD (2010) klassifitseerib avaliku ja erasektori projektiosaluse erinevaid mudeleid valitsusele langeva riski suuruse põhjal. Need vormid on (kahanevas järjekorras) täielik valitsusepoolne teostus ja elluviimine, tavapärase riigihangete, averus, kontsessioon ja erastamine.

15. Need soovitud riigirahanduse kvaliteedi tagamiseks tunduvad olevat hädavajalikud, kuid kas need peaksid olema kehtestatud reeglina Euroopa Liidu tasemel?

Nii nagu stabiliseerimispoliitika ajendamiseks piisab ka riigirahanduse kvaliteedi tagamiseks pelgalt riiklikust normatiivsest raamistikust, kuid ELi panus aitaks palju kaasa. Näiteks on suurte investeeringutega seotud riske lihtsam maandada ELi abiga. Need riskid võivad olla nt poliitiline kokkuleplus, isiklikud huvid otsustusprotsessis, korruptsioon, keskkonnakahju, vale tasuvusanalüüs, ülekulud ja tähtaegade lükkumine.

Reeglite kehtestamine ELi tasemel aitaks normatiivset ebastabiilsust ja poliitilist kokkuleplust vähendada. Siiski ei pruugi ELil olla vajalikke instrumente, mille abil tagada, et reegleid tõepoolest järgitakse, või nende rikkumisel sanktsioone rakendada. Peale selle on uute reeglite loomine ja jõustamine ELis väga pikk ja vaidlusi tekitav protsess. Nii et esialgu tuleks suurte investeeringutega seotud riske maandada kohalike ametiasutuste ja riiklike raamistike abil.

16. Kuidas mõjutab koroonaviirusest tingitud kriis käesolevas teemapaberis esitatud analüüsi?

See teemapaber valmis suuresti 2020. aasta veebruari lõpus, kui Covid-19 pandeemiast tingitud kriisi majanduslikud tagajärjed polnud veel täiel määral avaldunud. Pole need veel nüüdki, 2020. aasta juulis, ja võimatu on täie kindlusega ennustada, kui pikaajaliseks ja sügavaks praegune majanduskriis kujuneb.

Euroopa Liidu eelarvereglid on ajutiselt peatatud, et valitsustel oleks vabadus reageerida kriisile piisava eelarvejõuga. Pole teada, millal ja kas üldse eelarvereglid uuesti käiku lastakse. Euroorühma (euroala riikide rahandusministrid) esimehe ameti äsja üle andnud Mário Centeno kutsus hiljaaegu üles eelarveregleid läbi vaatama (Financial Times, 2020). Ka Euroopa Eelarvenõukogu esimees Niels Thygesen on avaldanud kahtlust, kas eelarvereglid on ikka piisavad, et oma eesmärgi täita, ning peab vajalikuks need järgmise aastani külmutada (Financial Times, 2020). Kindla peale võib väita vaid seda, et riikide võla suhe SKPsse kasvab 2020. aastal.

Need asjaolud muudavad üleskutse eelarvereglid läbi vaadata ja ka teised siin esitatud arvamused veelgi kaalukamaks. Muuta ei tuleks mitte üksnes eelarveregleid, jättes kõrvale struktuurse eelarvepositsiooni ja keskendudes esmastele netokuludele, vaid aktuaalseks on saanud ka võla ja SKP suhet puudutava reegli arutamine. Euroopa Eelarvenõukogu esimees igatahes peab kehtestatud 60% piiri ebarealistlikuks (Financial Times, 2020).

Päevakorral või ka juba rakendamisel (nii ELi kui ka riikide tasandil) on stiimulipaketid, mis näevad ette suurt tõusu valitsemissektori kulutustes. Kulutuste kasv tähendab aga, et rahastatavate projektide kvaliteeti tuleb hoolikamalt hinnata, nagu ka nende projektide pikaajalist mõju riigirahanduse jätkusuutlikkusele.

Lisaks on tähtis, et eelarveregleid ei lastaks uuesti liiga vara käiku. Konsolideerimispoliitika rakendamine ajal, mil majandus on jätkuvalt nõrgas seisus, õõnestaks jätkusuutlikkust ja stabiliseerimispuudlusi.

Viited

Abbritti, M., S. Fahr (2013): "Downward Wage Rigidity and Business Cycle Asymmetries", *Journal of Monetary Economics*, kd. 60, nr 7.

Alisdair, M., R. Reis (2008): "The Brevity and Violence of Contractions and Expansions", *Journal of Monetary Economics*, kd. 55, nr 4.

Aiyar, S., S. Voigts (2019): "The Negative Mean Output Gap", *IMF Working Papers* 19/183, International Monetary Fund.

Blanchard, O., L. Summers (1986): "Hysteresis and the European Unemployment Problem", *NBER Macroeconomics Annual*, kd. 1, toimetaja Stanley Fischer, 15-78, MIT Press.

Centre for Economic Policy Research (CEPR) and Euro Area Business Cycle Network (EABCN) (2019): "Euro Area Business Cycle Dating Committee: The Sluggish Recovery of the Euro Area is Slowing Down", https://cepr.org/sites/default/files/news/EABCDC_Findings_November2019.pdf.

Cœuré, B. (2019): "Monetary policy: lifting the veil of effectiveness", European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191218~12a0385d3b.en.html>.

Darvas, Z., P. Martin, X. Ragot (2018): "European Fiscal Rules Require a Major Overhaul", *Policy Contribution*, nr nr 18, Bruegel.

Dupraz, S., E. Nakamura, J. Steinsson (2019): "A Plucking Model of Business Cycles", *mimeo*.

Eelarvenõukogu (september 2019): "Fiscal Council Opinion on the Summer Forecast 2019 of the Ministry of Finance" <https://eelarvenoukogu.ee/>.

Eesti Pank (detsember 2019): "Rahapoliitika ja Majandus 4".

European Fiscal Board (september 2019): "Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation", https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2019-09-10-assessment-of-eu-fiscal-rules_en.pdf.

Euroopa Komisjon (2019): "Recommendation for a Council Recommendation on the 2019 National Reform Programme of Estonia and delivering a Council opinion on the 2019 Stability Programme for Estonia".

Financial Times (7. juuli 2020): "Centeno calls for rethink of EU debt and deficit rules", <https://www.ft.com/content/88796666-8678-4f55-9b27-73f1f0ec357b>.

Friedman, M. (1964): "Monetary Studies of the National Bureau" in *The National Bureau Enters Its 45th Year*, New York, NY: National Bureau of Economic Research, 7–25, 44th Annual Report.

Friedman, M. (1993): "The "Plucking Model" of Business Fluctuations Revisited," *Economic Inquiry*, 31, 171–177.

IFO (2019): "Fiscal Rules for Europe", *ifo DICE Report*, Summer Kd. 17.

IMF (2019): "Republic of Estonia - Public Investment Management Assessment", Washington, D.C..

Kim, Chang-Jin, Charles R. Nelson (1999): "Friedman's Plucking Model of Business Fluctuations: Tests and Estimates of Permanent and Transitory Components", *Journal of Money, Credit and Banking*, Kd. 31, Nr. 3 (Part 1).

National Bureau of Economic Research (NBER) (2010): report in <https://www.nber.org/cycles/sept2010.html>.

OECD (2010): "Dedicated Public-Private Partnership Units – A Survey of Institutional and Governance Structures".

Rahandusministeerium (mai 2019): "Riigi Eelarvestrateegia 2020-2023 ja Stabiilsusprogram 2019)", <https://www.rahandusministeerium.ee/et/riigieelarve-ja-majandus/riigi-eelarvestrateegia>.

Riigikontroll (2020): "Investeeringute kavandamine ja juhtimine ministeeriumides, riigi suuremates äriühingutes, haiglates ning ülikoolides", Tallinn.

Sandri, D. (2019): "The Plucking Theory of the Business Cycle", *World Economic Outlook*, IMF.

Sinclair, T. (2010): "Asymmetry in the Business Cycle: Friedman's Plucking Model with Correlated Innovations", *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, kd. 14(1).

The Economist (10. oktoober 2019): "What to make of the strife at the ECB", <https://www.economist.com/finance-and-economics/2019/10/10/what-to-make-of-the-strife-at-the-ecb>.