

## MIDA TÕI MEILE LÖPPENUD MAJANDUSAASTA? MIDA OODATA UUELT?

Tanel Ross

### ■ Faktid ■

Eesti majanduse areng 2002. aastal oli mitmes mõttes tähelepanuväärne. Vaatamata aasta alguses tehtud küllaltki ettevaatlikele prognoosidele, küündis SKP kasv esialgsel hinnangul 5,3%ni, st oli kiirem kui 2001. aastal. **Et Euroopa Liidus tervikuna oli majanduskasv väike, siis suurenes Eesti ja ELi majanduse kasvutempode vahe rohkem kui nelja protsendipunktini ehk enam, kui pikaajalise keskmise trendi järgi võinuks oodata.** Maailmamajanduses valitsenud ebakindluse mõju avaldus Eestis selles, et kvartaliti erines meie SKP reaalne aastakasv üle kahe korra.

**Esimest korda pärast 1997. ja 1998. aastat toetus majanduskasv väga selgelt sisenõudlusele – kodumaisele tarbimisele ja investeringutele.** Vene kriisi järel oli meie majanduse peamine kasvuaallikas kaupade ja teenuste eksport, mis aastail 2000–2001 suurenes kokku 33%. Sisenõudluse kasv põhines siis eelkõige investeringuil, nii era- kui avaliku sektori tarbimine kasvas neil aastail realselt õige vähe. 2002. aastal suurenes reaalne tarbimine erasektoris aga ligi 8%. Investeringud kasvasid 20% ja moodustasid üle 30% protsendi aasta SKP suhtes.

**Kuigi Eesti välismajandus jäi kogu 2002. aasta jooksul suure sisenõudluse varju, oli aasta edukas ka ekspordi aspektist.** Vaatamata ELi küllaltki tagasihoidlikule majanduskasvule, näitas Eesti eksport traditsiooniliste väljaveoartiklite (mööbel, puit, paber jmt) osas endist elujõudu. Otseeksport – Eestis toodetud kaupade väljavedu, millest on maha arvatud allhanked – suurenes aastaga 11%. Telekommunikatsiooni- ja infotehnoloogiasektori madalseis kogu maailmas jättis oma jälje aga Eesti elektroonika- ja masinatööstusele, mis sõltub vahetult Põhjamaade suurettevõtete käekäigust. Eesti allhanketööstuse tootmismaht kahanes seetõttu viiendiku võrra. Aasta oli edukas transiidiettevõtetele ja sadamatele.

**Kuigi Eesti välismajandus jäi kogu 2002. aasta jooksul suure sisenõudluse varju, oli aasta edukas ka ekspordi aspektist.**

**Sisenõudluse kiire kasv ei toonud kaasa täiendavat survet hindadele: tarbijahinnad tõusid Eestis 2002. aastal vaid 3,6%.** Kaubagrupiti olid muutused aga küllaltki erinevad. Inflatsioonitaset aitas madalal hoida kogu Euroopas toimunud peegeldanud toidukaupade ja kütuse odavnemine.

Seevastu Eesti majanduse suletud sektoris (teenused ja reguleeritud hindade valdkond) tõusid hinnad aastaga 7%.

Kui kasvanud sisenõudlus oluliselt hinnataset ei tõstnud, siis **sedas suurem mõju oli sise- ja välisnõudluse suhte muutumisel välistasakaalule**. Eesti jooksevkonto puudujäägi suhe SKPsse peaaegu kahekordistus, ulatudes hinnanguliselt kuni 11%ni. Selle peamiseks põhjuseks oli impordi järsk kasv – kaupade ja teenuste sisse- ja väljaveo vahe SKP suhtes suurenes 9%ni. Kapitali- ja finantskonto poolel kattis jooksevkonto puudujäägi kiire kasvu suurenenud välislaenamine, seda nii ettevõtete võlakirjaemissioonide kaudu kui ka pankade vahendusel. Vähenesid ka pankade välisreservid. Otseinvesteeringud vähenesid suhtena SKPsse nii bruto- kui netoarvestuses – Eestisse tehti rahapaigutusi eelmistest aastatest vähem, Eesti ettevõtted, eelkõige finantssektor, aga jätkasid investeerimist peamiselt Lätisse ja Leetu.

**Pankade laenuportfell kasvas 2002. aastal kiiresti – koos finantseerimisasutustele antud laenudega suurenes kogumaht 23%**. Enam kui kolmandik sellest kasvust langes eraisikute eluasemelaenude arvele. Ettevõtetele antud laenude maht kasvas tagasihoidlikult – 9,4%. Erasektori poolt vaadatuna suurenes nn realsektori – ettevõtete ja perekondade – laenukoormus aastaga 20% ehk 5,4 miljardit krooni. Lisaks pangalaenudele kasvas kiiresti ka kaupade ja eluaseme soetamine liisingu ja järelmaksu abil. Kokkuvõttes suurenesid laenukohustused kiiremini kui finantsvarad, st ettevõtete ja eraisikute netovõlg kasvas. Pankade bilansis kajastus see kodumaiste hoiuste aeglasemas kasvus võrreldes laenudega. Nagu öeldud, rahastasid pangad selle vahe seniste välisreservide ja aasta teisel poolel ka järjest kiirenenu välislaenamise arvel. Et ka hoiuste ja laenude intressivahe alaneks, kahaneks pankade kasumlikkus.

Oodatust kiirem majanduskasv tõi kaasa ka planeeritust suuremad maksulaekumised. Osaliselt oli see siiski seotud ka muude teguritega. **Vaatamata kahele lisaelarvele** – kogumahuks 1,2 miljardit krooni – **oli riigieelarve pärast 1997. aastat teist korda väikese ülejäägiga**. Selle suurus oli 1,5% SKP suhtes.

## ■ Analüüs ■

Raske on eeltoodu põhjal üheselt väita, kas 2002. majandusaasta oli *halb* või *hea*, eriti võrreldes 2001. aastaga. SKP oodatust suurem kasv oli maailmamajanduse arengu taustal muidugi positiivne üllatus. Võib ka öelda, et SKP senisest suurem toetumine sisenõudlusele ja eratööstusele iseloomustab majanduse elujõudu ja Eesti elanike kasvavat ostujõudu ning suured investeeringud on hädavajalikud, et tagada kiire kasv eelolevaid aastaid. Sisenõudluse suurenemine näitab, et **lühemas perspektiivis ei sõltu Eesti majandus üksnes välisurgudel toimuvast, vaid on suuteline looma uusi väärtusi ka n-ö omal jõul**. Oluline on seegi, et vaatamata järjest suuremale sisenõudlusele – mille rahuldamine nõuab ka üha rohkem töötajõudu ja kapitali – ning maailmamajanduse oodatust aeglasemale kasvule, **suurenes ka meie traditsiooniliste kaupade väljavedu**.

Nende positiivsete tõsiasiade taustal on ka mõned ettevaatlikkusele manitsevad märgid. Neist peamine on muidugi järsult kasvanud jooksevkonto puudujääk, mis tähendab ainult

üht – **Eesti majanduskasvu rahastavad välisinvestorid.** Siit omakorda järeljub lihtne tõde: **senise kiire kasvu jätkumine sõltub eelkõige sellest, kas muu maailma, eelkõige Euroopa ettevõtted, pangad ja eraisikud** – kelle raha Põhjamaade pangad Eestisse edasi laenavad – **usuvad Eesti majanduse arenguvõimesse ja stabiilsusesse.** Seega, kui 2002. aastal oli kasvu allikaks Eesti ettevõtete investeerimisvajaduse ja Eesti perekondade tarbimisvajaduse rahuldamine, siis see nõudlus omakorda tugines, rohkem kui kunagi varem, välismaalt laenatud rahale.

**Senise kiire kasvu jätkumine sõltub eelkõige sellest, kas muu maailma pangad ja eraisikud usuvad Eesti majanduse arenguvõimesse ja stabiilsusesse.**

Eestisse tulnud välisraha struktuur oli 2002. aastal varasemast oluliselt erinev. **Otseinvesteeringute kahanedes tõusis järsult pangalaenude ja muu laenuraha osatähtsus.** See, et süveneval lõimumisel muu maailmaga muutuvad erinevad kapitalivood enam üksteisega asendatavaks, on loomulik. Eelmisel aastal tuli märkimisväärne osa välisrahast Eestisse Eesti Energia võlakirjaemissiooni kaudu. Sellele sekundeerisid veel mõned suuretted. Pangalaenude ja liisingu kasvutempo oli aga viimase viie aasta kiireim.

**Kokkuvõttes jättis 2002. aasta Eestis – nagu ka kogu ülejäänud maailmas – mitmed küsimused vastuseta ning seetõttu on 2003. a prognoosid seotud oluliselt suurema riskiga, kui me veel pool aastat tagasi arvasime.** Selleks, et neid riske analüüsida, peab aga kõigepealt välja tooma need tegurid, mis tagasid 2002. aastal oodatust kiirema majanduskasvu.

Võib-olla on see isegi üllatav, kuid **esimene neist on seotud meie olulisemate välismajanduspartneritega.** Kui 2002. aasta valmistas Euroopa Liidu riikide jaoks tervikuna pettumuse, siis Eesti peamiste partnerite – Soome ja Rootsi – majanduse taastumine algas pisut varem kui mujal. Nende kahe riigi eelarve ja välismajandustegevus on olnud aastaid tuntava ülejäägiga ehk teisisõnu – sissetulekud on olnud kulutustest suuremad. Riigieelarve puhul on see põhinenud soovil järjekindlalt vähendada riigivõlga, erasektoris aga ettevõtete kõrgel kasumlikkusel ning nn suurte põlvkondade valmistumisel eelseisvaks pensionipõlvaks. Nii riigieelarve kui ka maksebilansi tuntav ülejääk annab majandusele olulise kohanemisruumi – kui eksporditulud vähenevad, siis saab seda kompenseerida suurema sisenõudlusega. Viimast omakorda rahastatakse kiire kasvu aastail kogutud ülejäägist. Ka Põhjamaade pangandus on pärast 1990. aastate alguse kriisi olnud tugev.

Eesti teiste oluliste partnerriikide – Läti ja Leedu – majandus kasvas 2002. aastal kiiresti. Kasvutegurid on seal olnud üldiselt samad, mis Eestiski, kuigi Läti ja Leedu majandusüksikud on viimaseil aastail olnud Eestist ajaliselt mõnevõrra järel, st meil taastus kiire kasvutempo enne teisi Balti riike. Lätis oli sisenõudlus 2002. aastal jätkuvalt tugev. Seda toetas väliskapitali sissevool, pankade kiire laenukasv ja aasta teisel poolel üha enam ka eelarvepoliitika. Leedu majanduses oli vast olulisem ekspordi osakaalu kasv. Sisenõudlus suurenes tagasihoidlikumalt ning pankade laenuportfell kasvas mõõdukalt.

Veel ühe naaberriiigi – Venemaa – majandusolukord oli kogu 2002. a jooksul stabiilne. Eelkõige nafta ja gaasi põhinenud eksporditulud ning tasakaalus riigieelarve hoidsid jooksev-

konto endiselt suure ülejäägiga, kuigi aasta jooksul kasvanud realsissetulekud suurendasid ka tarbimist ning importi.

**Kokkuvõttes toetas küllaltki stabiilne väliskeskkond Eesti majanduskasvu olulisel määral. Meie peamiste majanduspartnerite olukord oli – eriti muu maailmaga võrreldes – pigem kasvu toetav kui pidurdav.**

Teine, väliskeskkonnast olulisemgi kasvufaktor oli **jätkuv usalduse kasv Euroopa Liidu kandidaatriikide – täpsemalt tulevaste liikmesriikide – majanduse vastu**. 2002. a jooksul lahendati laienemisega seotud põhiküsimused ja endiste nn sotsialistlike riikide ühinemine ELiga kõige lähemas tulevikus on väga tõenäoline.

**Euroopa Liiduga  
ühinedes  
aktsepteerivad  
uued liikmes-  
riigid ka kindlad  
majandus-  
poliitilised  
mängureeglid.**

Euroopa Liiduga ühinedes aktsepteerivad uued liikmesriigid ka kindlad majanduspoliitilised mängureeglid, milleta kaas- aegne turumajandus oleks võimatu. Sidudes end ELi sea- dusandluse ja majanduspoliitilise koostöö põhimõtetega, loovad uued liikmesriigid eeldused kiireks majanduskasvuks. Enamik analüütikuid ja investoreid usub, et uute liikmesrii- kide, sealhulgas ka Eesti elanike sissetulekud kasvavad eel- olevail aastail ELi riikide keskmisest tunduvalt kiiremini.

Seetõttu muutub järjest atraktiivsemaks ka endiste sotsialismimaade turg, sest sissetulekute kasvades suureneb ka ostuvõime ja tarbimine. Kuid mitte ainult. Suuremad sissetulekud lubavad inimestel võtta ka senisest rohkem laenu. Siit ka Põhjamaade pankade suur huvi Baltikumi turu vastu – Eesti, Läti ja Leedu keskmine laenukoormus on seni suhteliselt madal, seega on finantsturu mahu kasv küllaltki tõenäoline.

Euroopa Liidu laienemine on tähtis ka kapitalivoogude jätkumise seisukohalt. Tegelikult on juba moodustunud üks suur majandusruum, kus kaubad ja kapital liiguvad vabalt, kuid kapitali tootlikkus on riigiti väga erinev. Eeldatakse, et Kesk- ja Ida-Euroopa riikides võib kapitali piirtootlikkus olla kordi kõrgem kui vanades liikmesriikides, st uute investeeringute potentsiaalne kasutegur on väga suur. Kuid see realiseerub ainult siis, kui uued liikmesriigid suudavad jätkata senist küllaltki stabiilset ja prognoositavat majanduspoliitikat.

**Arvamus, et Euroopa Liidu laienemine uute liikmesriikide, sh Eesti võrra on tegelikult otsustatud ja pöördumatu protsess, mõjutab 2002. aastal kok- kuvõttes meie majandust märkimisväärselt. See sisendas investoritesse usku, et uutesse liikmesriikidesse tasub investeerida, sest ostujõud neis suureneb ning turg muutub atraktiivsemaks, samas on ka nendesse riiki- desse tehtavate investeeringute tootlikkuse potentsiaal väga suur. Usalduse kasvu kinnitab üldiselt kapitali sissevool endistesse sotsialistlikesse riiki- desse, aga konkreetselt ka riigireitingute pidev tõus.**

Kolmandaks tuleb rõhutada, et **Eesti majanduskasvu üheks põhiteguriks oli 2002. aastal Vene kriisi järgse aja jooksul kogunenud kapital, seda nii otseses kui kaudses mõttes**. Meie peamiste majanduspartnerite küllaltki hea olukord ning üldine usalduse kasv Euroopa Liidu uute liikmesriikide vastu olid küll kiireks kasvuks vajalikud, ent mitte piisavad tegurid. Nende mõju avaldub ikkagi sobiva majanduspoliitika korral, mis tagab stabiilse keskkonna.

Kuigi kümne aastaga on Eesti riik ja Eesti majandus tublisti muutunud, on majanduskasvu tagava poliitika põhimõtted jäänud muutumatuks. Nendeks on fikseeritud vahetuskurss, mida toetab lõppenud aastal oluliselt selgemaks muutunud euroga ühinemise ajakava, ning tasakaalulähedane ja prognoositav eelarvepoliitika, samuti majandusstruktuuri reformi jätkumine. Tasakaalus makromajandus võimaldab hoida maksusüsteemi selge ja lihtsana. Reformid aga on seni võimaldanud järk-järgult vähendada riigi otsest ja kaudset sekkumist majandusse ning seeläbi lubanud tööjõul ja kapitalil liikuda nimelt nendesse harudesse, kus teenitav kasum on kõige suurem.

Raske on ülehinnata senise eelarvepoliitika tegelikku mõju majandusele. Pärast 1999. aastat on valitsus suutnud hoida eelarvet tasakaalu lähedal, mis omakorda tagab fiskaalpoliitika paindlikkuse maksutulude muutumise korral. Eesti viimaste aastate eelarvepoliitikas on küllaltki hästi toiminud nn automaatsed stabilisaatorid – ka 2002. aastal saavutati eelarve ülejääk tänu kiiremale majanduskasvule ja seetõttu ka eelarvetulude prognoositust suuremale laekumisele, kuigi oma osa etendasid ka maksubaasi laienemine, laenudel põhinenud eratarbimise kiire kasv ning pensionikindlustusega seonduv suurenenud huvi sotsiaalmaksu tasumise vastu. On väga oluline, et selline eelarvepoliitika võimaldab valitsusel reageerida majandusolukorra muutumisele elanike ja ettevõtete jaoks kõige sobival viisil – ilma maksukoormust tõstmata. Iga majandus areneb tsükliliselt, st kiirema kasvu aastad vahelduvad aeglasema kasvu perioodiga. Riigi majanduspoliitika peamine eesmärk on vähendada kogutoodangu liiga suurt kõikumist majandustsükli jooksul. Nn automaatsed stabilisaatorid on üks võimalus eelarvepoliitika abil seda eesmärki saavutada – keskmisest kiirema majanduskasvu aastail kogunenud ülejääki saab kasutada aeglasema kasvu aastail, kui riigi tulud on reeglina väiksemad, kulud aga muutumatud või isegi suuremad. Vastasel juhul peab riik majanduse kasvutempo aeglustades tõstma makse või järsult suurendama laenamist.

**On väga oluline, et eelarvepoliitika võimaldab valitsusel reageerida majandusolukorra muutumisele ilma maksukoormust tõstmata.**

2002. aastal saavutatud majanduskasv põhines lisaks stabiilsele makromajanduspoliitikale ka varasemate aastate majandusreformidel. Pangalaenude kiire kasvutempo ning laenude järjest parem kättesaadavus perekondadele olnuks võimatu ilma eelmise sajandi viimaseil aastail toimunud pankade omanikestruktuuri muutusteta ning tugeva turukonkurentsita. Majandusarengu jaoks tervikuna on oluline ka tööturu üsna suur paindlikkus. Kuigi Vene kriisile vahetult järgnenud aastail suurenes tööpuudus oluliselt, andis ebaefektiivsete ettevõtete sulgemine samal ajal võimaluse luua töökohti teistes sektorites. Töötuse taseme märkimisväärne langus 2002. aastal oli kindlasti üks kasvutegureid, mis muu hulgas tagas ka tootlikkuse kasvu jätkumise ning hoidis palgakulude tõusu kooskõlas majanduse üldise arenguga.

**Kokkuvõttes lõi Eesti varasemate aastate majanduspoliitika soodsa pinnase kiire kasvu jätkumiseks 2002. aastal. Fikseeritud kurss, tasakaalus eelarve ning selge ja lihtne maksusüsteem ühelt ning tugev finantsüsteem ja eelmiste aastate reformid teiselt poolt löid olukorra, kus ettevõttele ja erisikule oli investeerimiseks piisavalt kapitali. Samal ajal soodustasid tööpuuduse vähenemine, tootlikkuse kasv ja suuremad reaalsissetulekud eratarbimise järkjärgulist suurenemist kogu aasta jooksul.**

Neljanda tegurina võib lisaks eelkirjeldatuile nimetada **olukorda Euroopa finantsturgudel, mis ergutab Eesti majanduskasvu**. Majanduse kasvutempo üldise aeglustumise tõttu Euroopa Liidus olid intressid Euroopas ja seega ka Eesti intressitase kogu aasta vältel tugeva surve all, mis kokkuvõttes kajastus pankade laenuintressi languses. Aasta algul alanud euro tugevnemine dollari suhtes ei mõjutanud seevastu mitte niivõrd Eesti ekspordi ja impordi mahtu, kuivõrd just pidurdas hinnatõusu, sest importkaubad, eelkõige kütus, odavnesid. Seega toetas ka olukord maailma rahaturgudel lühemas perspektiivis Eesti majanduskasvu ja sisenõudlust.

## ■ Riskid ja ettevaade ■

Eelmisest aastast kokkuvõtet tehes on vast kõige olulisem see, kas ja millises ulatuses 2002. aastal Eesti majanduskasvu toetanud tegurite positiivne mõju säilib, milliste riskide realiseerumise tõenäosus suureneb ja millised on sellest tulenevad peamised ohud.

Majanduse arengut 2003. aastaks prognoosides ollakse kogu maailmas küllaltki ebakindlad. Kasvu taastumist suuremates piirkondades – Euroopa Liidus ja USAs – oodatakse pigem aasta teisel poolel. Meie lähinaabrite Soome ja Rootsi tööstustoodangu kasvutempo, mis 2002. a teisel poolel kiirenes, võib aga maailmas valitseva üldise ebakindluse ja madala investeerimistaseme tõttu taas aeglustuda. Lihtsamalt öeldes võib majanduskasvu aeglustumine ELi suurriikides, eelkõige Saksamaal, anda endast tunda väiksemateski liikmesriikides. Et Läti ja Leedu majandust mõjutavad kokkuvõttes samad välistegurid, mis Eesti majandustki, võib oletada, et väljavaade, nagu võiks Eesti ekspordi kasv 2003. aastal oluliselt kiireneda, on üsna kahtlane. **Senisest märkimisväärselt suurema ekspordi eelduseks ei ole mitte niivõrd suurem välisõudlus, kui tulemuslikum tootmine või uute eksporttoodete turule toomine.**

Küllaltki ebakindla välisõudluse taustal sõltub majanduse kasvutempo seega, nagu eelmiselgi aastal, suure tõenäosusega majanduse sisenõudlusest. **Sisenõudluse kasvutempo jätkumine 2002. a tasemel eeldaks ka välisraha sissevoolu jätkumist samas ulatuses.** Siit jõuamegi 2003. a majanduspoliitilise põhiküsimuseni – kas ja kuidas muutub aasta jooksul Eestisse investeeritava raha hulk ning kas rahavoo jätkumine samas proportsioonis SKP suhtes kui 2002. aastal on, eelolevaid aastaid silmas pidades, üldse soovitav.

Et sellele küsimusele vastata, tuleb alustada kahest lihtsast tõdemusest. Esiteks, Eesti majanduskasvu erinevus võrreldes meie peamiste majanduspartnerite omaga Euroopa Liidus, sh ka Põhjamaades, suurenes eelmisel aastal oluliselt. Kui Eesti majandusstruktuur ei ole põhimõtteliselt muutunud ning kaasa toonud tootlikkuse kasvu tunduva kiirenemise, siis ei saa nii suur kasvuerinevus Eesti ja Lääne-Euroopa riikide vahel kesta üle ühe-kahe aasta. 2002. aasta majandustulemuste esialgse analüüsi põhjal võib oletada, et kuigi tootlikkuse kasv jätkus, see oluliselt ei kiirenenud ning põhines eelkõige kapitali ja tööjõu mahu suurenemisel. **Seega on tõenäoline, et Eesti ja ELi majanduskasvu kiiruste erinevus alanud ja järgmisel aastal väheneb.**

Teiseks. Võib täiesti kindlalt öelda, et **Eesti majandus ei saa igavesti loota välisraha suurele sissevoolule.** Meie jooksevkonto puudujäägi suhe SKPsse oli 2002. aastal nii

suur, et selle kasv samas mahus tekitab varem või hiljem – ja tõenäoliselt pigem varem kui hiljem – küsimuse, kas Eesti majanduskasv on ikka usaldusväärne. Kasvu rahastamise nii suur sõltuvus välisinvestoritest muudab selle liiga tundlikuks välismuutuste suhtes. **Küsimus ei ole seega mitte selles, kas jooksevkonto puudujääk väheneb, vaid millal ja kuidas see väheneb. Kui ekspordi kasvutempo ja seega ka ettevõtete kasumikkus oluliselt ei suurene, peab säästude ja investeeringute erinevus vähenema investeeringute, st kodumaise nõudluse kasvutempo languse teel.** Finantssektoris peegeldab sellist kohanemist tõenäoliselt pangalaenude ja liisingu kasvutempo kahanemine.

**Küsimus ei ole seega mitte selles, kas jooksevkonto puudujääk väheneb, vaid millal ja kuidas see väheneb.**

Seega on 2003. a prognoosi lähtekohaks paratamatult oletus, et majanduskasvu aeglustumine on vähemalt aasta esimesel poolel tõenäolisem kui kasvu säilimine või kiirenemine. Kasvu mõõdukas aeglustumine ei pruugi iseenesest olla halb. Kui see toimub sisenõudluse kahanemise arvel, siis väheneb selle võrra jooksevkonto puudujääk ning senisest rohkem ressursse saab kasutada ekspordisektoris. **Majanduspoliitiliselt on nii keskpangale kui ka valitsusele problemaatilisem selline olukord, kui sisenõudluse ja SKP kasv aeglustub järsult, mistõttu eelarvetulusid laekub tõenäoliselt plaanitud vähem ja pangad korrigeerivad põhjalikult laenupoliitikat.** See tähendaks, et teatud mõttes kordub 1997.–98. a stsenaarium. Põhiline on seega vastus küsimusele, kas Eesti majandus ja majanduspoliitika on piisavalt paindlikud, vältimaks majanduse tasakaalu ohustavate probleemide kuhjumist, mis omakorda viiks valulise korrektsioonini.

Et sellele küsimusele vastata, tuleks alustada Eesti maksebilansi finantskontost ning analüüsida, kas välisinvesteeringute sissevool võiks kiiresti väheneda. Lihtne vastus sellele küsimusele on ei, vähemalt lühemas perspektiivis. **Suurem osa viimaseil aastail Eestisse paigutatud välisrahast pole olnud lühiajaline, spekulatiivne kapital.** Kuigi otseinvesteeringute sissevoolu vähenemine oli 2002. aastal tuntav ja seda asendasid eelkõige ettevõtete ja pankade võetud laenud, olid näiteks ettevõtete välislaenud reeglina pikaajalised.

**Lisaks eelöeldule tuleb silmas pidada, et märkimisväärse osa Eestisse paigutatavast väliskapitalist moodustab reinvesteeritud tulu,** mis on saadud siia varem tehtud, enam kui 60 miljardi kroonini ulatuvatelt välisinvesteeringutelt. See vähendab omakorda majanduse haavatavust, sest otsus, kas kasum uuesti investeerida või mitte, sõltub palju enam Eesti enda majanduspoliitikast kui majanduse arengust ülejäänud Euroopas, mida me mõjutada ei saa.

Ülejäänud Euroopa aeglase majanduskasvu taustal on tulevased liikmesriigid lisaks sellele tõenäoliselt ka 2003. aastal atraktiivne investeerimispiirkond, mis pakub jätkuvalt potentsiaalselt kõrget piirtootlikkust. Eesti puhul toetab välisinvestorite huvi jätkumist Soome ja Rootsi majanduse struktuurne ülejääk – meie partnerid säästavad ka vähemalt eeloleval paaril aastal tõenäoliselt rohkem kui nad investeerivad kodumaale.

Ülaltoodu põhjal võib eeldada, et **vähemalt lühemas perspektiivis ei pruugi väliskapitali sissevool Eestisse järsult aeglustuda, isegi hoolimata suurest jooksevkonto puudujäägist.** Seda oletust toetab ka meie piisavalt stabiilne pangasüsteem. Vaatamata pankade

laenuportfelli kiirele kasvule, on selle kvaliteet endiselt hea ning pangad korralikult kapitaliseeritud ja likviidsed. Kui arvestada veel tugevaid välisomanikke ning tugevat järelevalvet finantssektori tegevuse üle, siis ei ole tõenäoline, et ka uute pangalaenude maht võiks järsult kahaneda.

**Ülejäänud Euroopa aeglase majanduskasvu taustal on tulevased liikmesriigid lisaks sellele tõenäoliselt ka 2003. aastal atraktiivne investeerimispiirkond.**

Finantskonto järsk korrektsioon ei ole eeltoodu tõttu 2003. aastal eriti tõenäoline. See omakorda tagab sisenõudluse rahastamise jätkumise sellisel tasemel, mis peaks tunduvat vähendama tõenäosust, et investeringute ja tarbimise kasvutempo võiks kiiresti langeda. Ekspordi arengule mõjub julgustavalt Eesti ettevõtete püsimine konkurentsis, mida näitab jätkuv turupositsioonide parandamine. **Seega – kuigi Eesti majandus võib 2003. aastal kasvada mõnevõrra aeglasemalt kui eelmisel aastal, on see majanduse edasise jätkusuutliku kasvu seisukohast pigem kasulik.**

Sellist üldjoontes positiivset baasstsenaariumi võivad ohustada siiski täiendavad riskid, mille tõenäosus on küll väiksem, kuid mida tuleb sellest hoolimata arvestada. Osa neist võib ohustada majanduse tasakaalu juba käesoleval, 2003. aastal. **Selline risk on näiteks nõudluse järsk langus Eesti kaupade järele meie peamistel eksporditurgudel. Peamine kodumaine riskitegur on sisenõudluse jätkuvalt kiire kasv välisraha sissevoolu arvel,** mis toob lühemas perspektiivis kaasa jooksevkonto puudujäägi edasise suurenemise. Sel juhul kasvab oluliselt järsu korrektsiooni tõenäosus, mis ei pruugi küll kaasa tuua sama tõsist majanduslangust nagu Aasia ja Vene kriisidele järgnenud 1999. aastal, küll aga võib kasv seetõttu mitme järgmise aasta jooksul osutuda prognoositust madalamaks. Mõlemad riskid võivad realiseeruda mitmeid kanaleid pidi.

Teine osa riskidest on seotud majandusstruktuuri muutustega ja need võivad realiseerumisel oma mõju avaldada alles mõne aasta pärast. Selliseks riskiks võib lugeda näiteks **Eesti majanduse tootlikkuse kasvutempo aeglustumist,** mis omakorda toob kaasa **reaalsissetulekute ja SKP reaalkasvu järkjärgulise alanemise.** Tootlikkuse kasv võib aeglustuda, kui liiga suur osa investeringuid tehakse madalama efektiivsusega, eelkõige siseturule suunatud tegevusaladele ja kinnisvarasse, seda eelkõige eksporditava tööstuse arvel. Välismaiste otseinvesteringute vähenemine on tootlikkuse kasvu seisukohalt üks võimalik eelhoiatuusindikaator. Esmapilgul kummalisena tunduv risk on seotud liiga madala inflatsioonitasemega lühemas perspektiivis. Et fikseeritud kursi korral kaasneb sissetulekute tõusuga ka hinnataseme järkjärguline kasv, siis **ei saa välistada, et väga madala hinnatõusu aastale järgneb selle kasvutempo kiirenemine.** Selline oht on suurem juhul, kui hindade õigeaegset korrektsiooni pidurdatakse näiteks poliitiliste kokkulepetega. Selline mõneks aastaks kunstlikult alla surutud hinnatõus võib omakorda põhjustada ka jooksevkonto puudujäägi kasvu, sest reaalsissetulekute suurenedes kasvab ajutiselt nõudlus importtoodangu järele.

Ülaltoodud kahele riskigrupile võivad lisanduda riskid rahvamajanduse tasemel. **Edasise majanduskasvu tingimusteta eelduseks on muidugi sellise fiskaalpoliitika jätkumine, mis tagab tasakaalus ja prognoositava eelarve.** Lisaks sellele vajab tõsist analüüsi, kas



jooksevkonto puudujäägi üks põhjus pole mitte selles, et kiputakse alahindama keskmises ja pikemas perspektiivis ühiskonnale ja majandusele lisanduvaid kulutusi. Ehk teisisõnu – **kas praegune eelarvepoliitika ning ettevõtete ja eraisikute käitumine tervikuna ei jäta arvestamata näiteks tösiasi, et elanikkonna vananemine ning tervishoiu- ja haridussüsteemi arendamine põhjustavad eelolevail aastail suuri kulutusi?** Kui see on tõesti nii, siis võib oletada, et ühiskonna ja majanduse tasakaalustatud arengu tagamiseks tuleb edaspidi säästa senisest juba palju rohkem. Näiteks pensionisüsteemi reform on üks samm pikaajaliste majandus- ja eelarvepoliitiliste riskide maandamiseks, kuid küsimus on selles, kas isiklikku vastutust suurendavatest põhimõtetest lähtuvalt ei peaks järk-järgult reformima ka riigieelarve ülejäänud kahte suurt kulude valdkonda – tervishoiu- ja haridussüsteemi.

Kokkuvõttes, kuigi Eesti majandus kasvas 2002. aastal üllatavalt kiiresti, tuleb majanduse edasise tasakaalustatud arengu tagamisel arvestada mitmeid riske. Majanduspoliitika peamine ülesanne 2003. ja sellele järgnevail aastail on järkjärgult vähendada majanduse välist haavatavust iseloomustavat jooksevkonto puudujääki ning toetada tootlikkuse kiire kasvu jätkumist. Valitsuse ja keskpanga tegevust hõlbustab seejuures tösiasi, et majanduskasvu kiire aeglustumine on suhteliselt vähetõenäoline. Et väliskapitali sissevoolu järsu pidurdumise tõenäosus ei ole samuti kuigi suur, siis on majanduse praegune üldine olukord vajalike majanduspoliitiliste sammude planeerimiseks soodne.

**Kas jooksevkonto puudujäägi üks põhjus pole mitte selles, et kiputakse alahindama keskmises ja pikemas perspektiivis ühiskonnale ja majandusele lisanduvaid kulutusi?**