

## II ETTEVÖTETE JA MAJAPIDAMISTE FINANTSKÄITUMINE JA RISKID

### ■ Ettevõtted

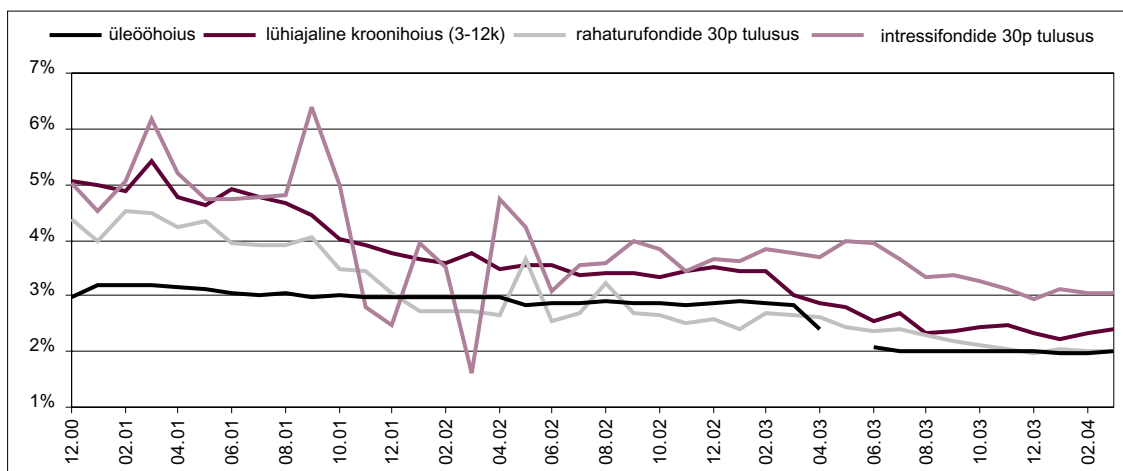
#### Finantspositsioon ja säästmine

Pankade ja liisinguettevõtete poolt vahendatud finantsvarade ja -kohustuste netopositsioon on ettevõtete suhteliselt suure laenukasvu tõttu muutunud veelgi negatiivsemaks. 2004. a märtsi lõpul ületasid ettevõtete finantskohustused kodumaise panganduse ees finantsvarasid ligi 20 mld krooni võrra (vt joonis 2.1).



Joonis 2.1. Ettevõtete finantsvarad ja -kohustused kodumaise pangandus- ja liisingusektori suhtes (mld kr)

Kodumaiste ettevõtete hoiuste kasvutempot (2003. a keskmine kasv oli 16%) võib pidada rahuldavaks. See peegeldab möödunud perioodide suhteliselt häid müügitulemusi. 2004. a esimestel kuudel oli hoiuste kasv tagasihoidlikum, kuid see on seotud pigem 2003. a tugeva baastasemega kui sisuliste muutustega ettevõtete likviidsete vahendite paigutamises või muudes majandusotsustes.



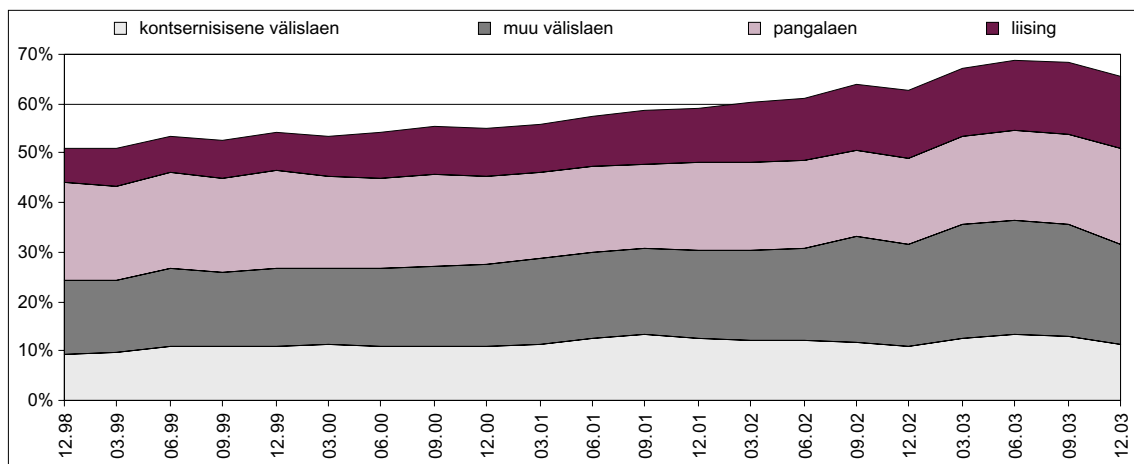
Joonis 2.2. Ettevõtete lühiajaliste kroonihoiuste intressid ning raha- ja intressifondide tootlused

Vaatamata madalale intressimäärale (vt joonis 2.2), on ettevõtete tähtajaliste hoiuste osakaal jätkuvalt suhteliselt suur (2004. a märtsi lõpul 29%). Intressifondide keskmiselt 70 bp võrra kõrgem tulusus ei ole viimase poole aasta jooksul osutunud piisavalt atraktiivseks, et rahavoogude juhtimisel kasutataks (maksuvabade) hoiuste asemel rohkem kodumaiste haldurite poolt hallatavaid фонде<sup>1</sup>.

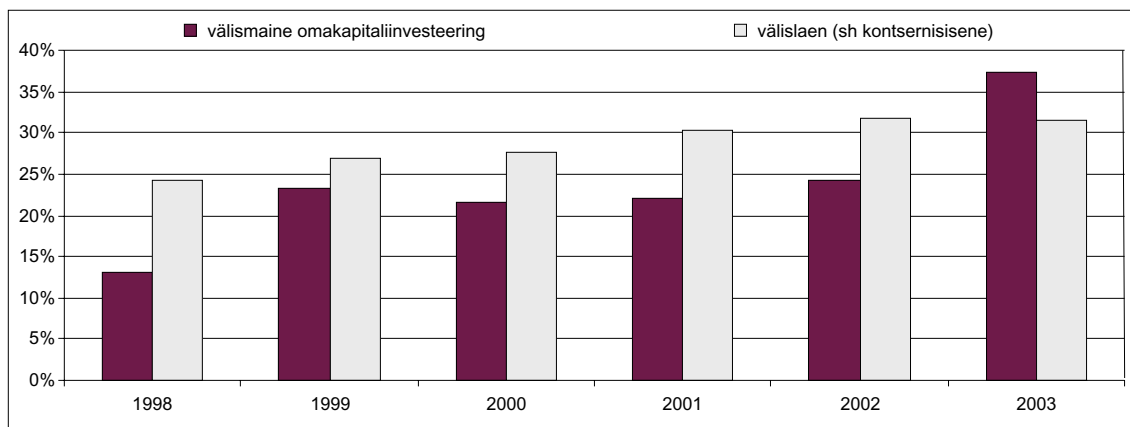
## Ettevõtete võlg

**Ettevõtete võla suuruse ja dünaamika hindamisel tuleb kodumaise finantssektori laenupakkumise kõrval arvestada ka välismaiste kapitalivoogude olulist rolli ettevõtete finantseerimisel** (vt joonis 2.3). **Välislaenu** osakaal reaalsektori ettevõtete kohustustes on püsinud keskmiselt 50% juures juba alates 1998. a lõpust. Omakorda ligikaudu 36% välislaenudest moodustavad otseinvesteeringutena kajastuvad kontsernisiseseid laenuid.

Võlakapitali vormis toimunud majanduse finantseerimise kõrval on jõuliselt suurenenud ka **välismaised omakapitaliinvesteeringud**. Suure sissevoolu tulemusena (+17 mld krooni) ületasid välismaised omakapitaliinvesteeringud 2003. a kokkuvõttes kaasatud välislaenude taseme (varasemal aastail oli see suhe võlakapitali kasuks; vt joonis 2.4).



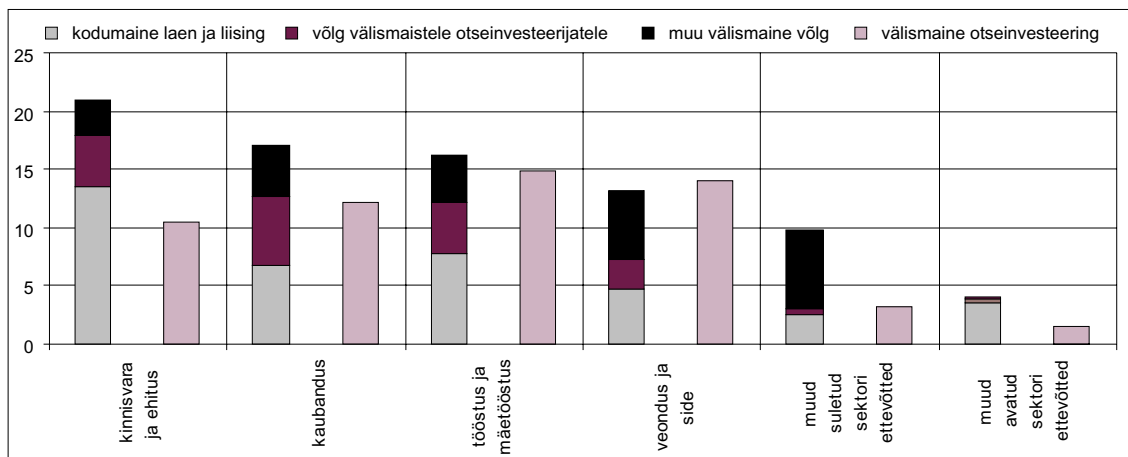
Joonis 2.3. Ettevõtete võlg (% SKP suhtes)



Joonis 2.4. Väliskapital Eesti ettevõtluses (% SKP suhtes)

<sup>1</sup> Ajavahemikul 30. september 2003 kuni 31. märts 2004 kasvasid ettevõtete nõudmiseni ja tähtajalised hoiused vastavalt 0,3 ja 1,3 mld kr ning intressifondid 0,2 mld kr võrra, rahaturufondid aga kahanesid 0,3 mld kr võrra.

Majandusharuti on finantseerimise struktuur väga erinev. **Endiselt kasutatakse kodumaise finantssektori tuge nii suhteliselt kui ka absoluutselt kõige rohkem kinnisvarasektoris ja ehituses** (moodustab ligikaudu 65% kogu võlast), samas kui veonduses ja sides põhineb finantseerimine valdavalt välislaenuudel (vt joonis 2.5). Enam-vähem võrdselt on kodu- ja välismaist laenukapitali töötlevas tööstuses. Välismaiste otseinvesteeringute maht oli 2003. a lõpul suurim töötlevas tööstuses.

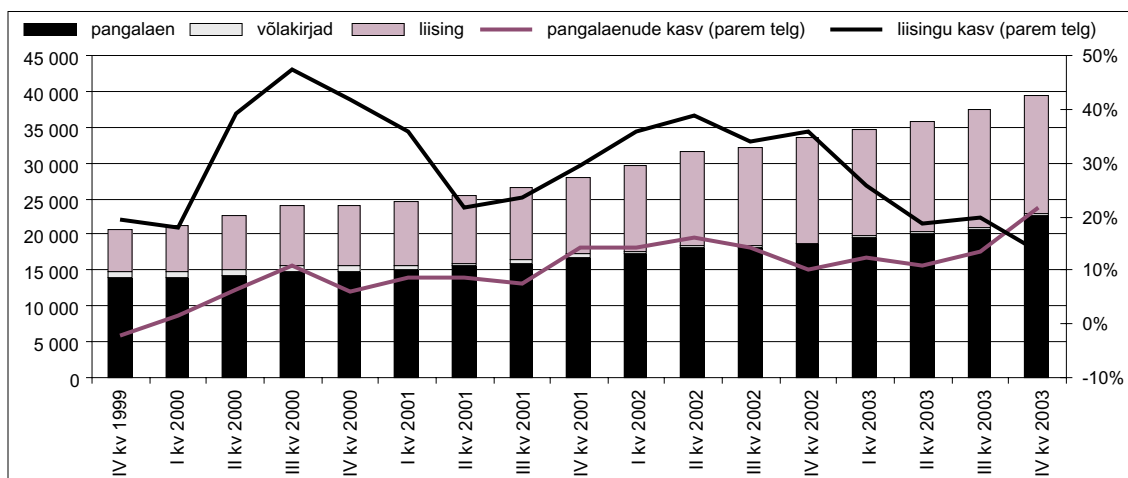


Joonis 2.5. Ettevõtete finantseerimise struktuur 2003. a lõpul (mld kr)

2003. aastal lisandus välismaiseid otseinvesteeringuid kõige rohkem kaubandusse, kinnisvaraarendusse ja ehitusse ning tööstuse ja mäetööstuse sektorisse. Ka võlakohustuste võtmise osas oli esikolmik sama, kuid siin domineeris ülekaalukalt kinnisvara ja ehituse sektor muude tegevusalade ees.

### Kodumaise finantssektori poolt vahendatud võlg

Makromajanduslik keskkond on olnud suhteliselt soodne kindlustamaks ettevõtete laenuportfelli kasvu ja selle head kvaliteeti. Kodumaise panga- ja liisingusektori poolt vahendatud kodumaise võla aastakasvu, mis 2004. a märtsi lõpul jõudis peaaegu 20%ni (vt joonis 2.6), võib muu Euroopaga kõrvutades pidada lausa erakordseks.

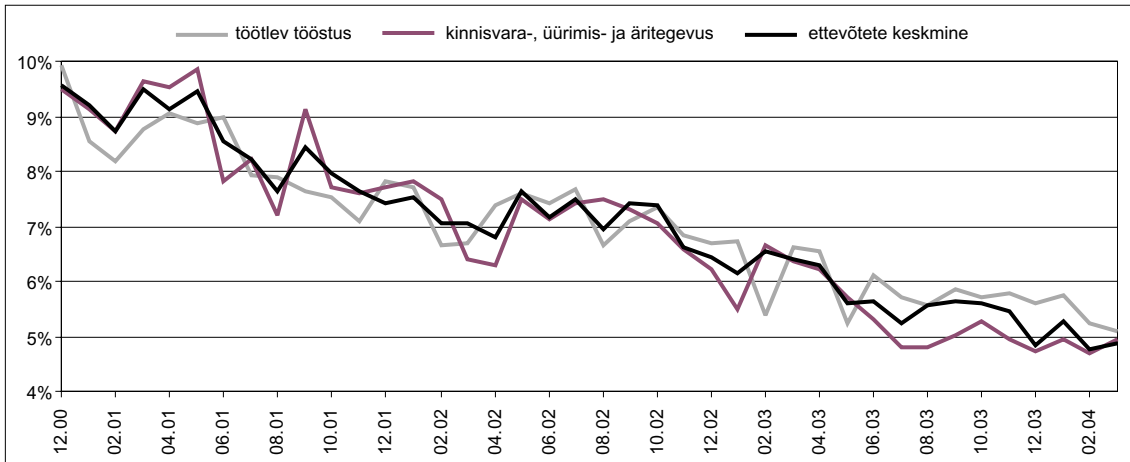


Joonis 2.6. Ettevõtete võlg kodumaiste pankade ja liisinguühingute ees (mln kr; vasak telg) ja selle kasv (parem telg)

Samas tuleb tunnistada, et laenukasv oli mitmel juhul seotud üksikute suurte infrastruktuuri ettevõtete projektidega või toimus peamiselt kodumaisele nõudlusele orienteeritud sektoreis (kinnisvara ja kaubandus). Töötlevas tööstuses jäi laenukasv endiselt suhteliselt tagasihoidlikuks (märtsi lõpul aastakasv 6,2%).

2004. a esimestel kuudel veonduses toimunud üksikute suurtehingute tõttu suurenes pangalaenu osakaal 60%ni ettevõtete kodumaisest võlast. Liisingfinantseerimine on endiselt kõige levinum põllumajanduses (63% projektidest), samas kui tööstussektori projektidest on ligi kaks kolmandikku rahastatud pangalaenuga. Kodumaise väärtpaperituru roll vahendite kaasamisel oli endiselt marginaalne (vt IV osa).

**Ettevõtete suurt laenukasvu on soosinud madal intressitaseme.** Pankade poolt pakutavad laenud on praktiliselt poole odavamad kui kolm aastat tagasi. Pikaajaliste laenude intress oli 2004. a märtsis alla 5% (vt joonis 2.7). Kuigi üksikute suurtehingute rolli madala intressitaseme kujunemisel ei tohiks alahinnata, on soodne intressikeskkond siiski täheldatav enamikul tegevusaladel.

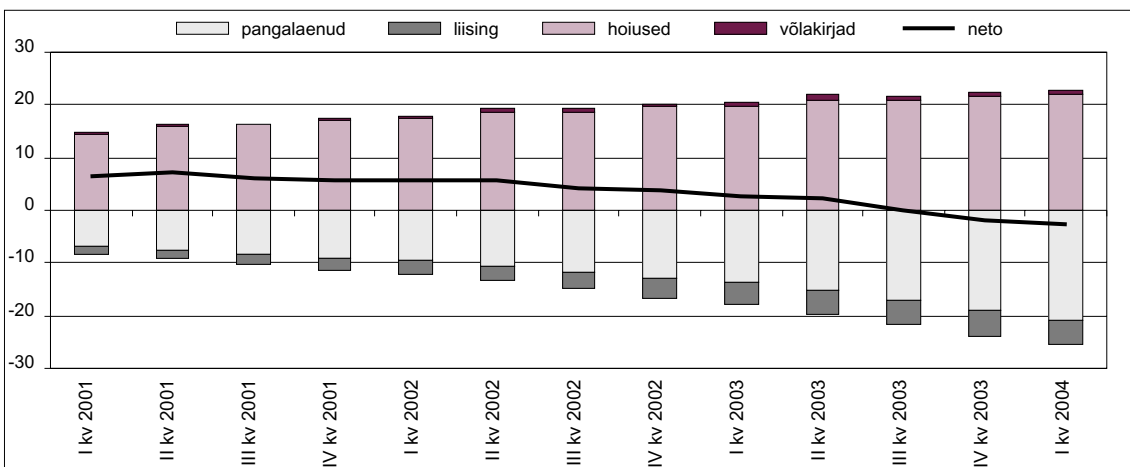


Joonis 2.7. Ettevõtete pikaajalised laenuintressimäärad

## Majapidamised

### Finantspositsioon ja säästmine

Majapidamiste finantsvarade ja -kohustuste netopositsioon, mis 2003. a lõpus muutus negatiivseks, halvenes 2004. a esimestel kuudel veelgi (vt joonis 2.8). Makromajanduse aspektist peegeldab

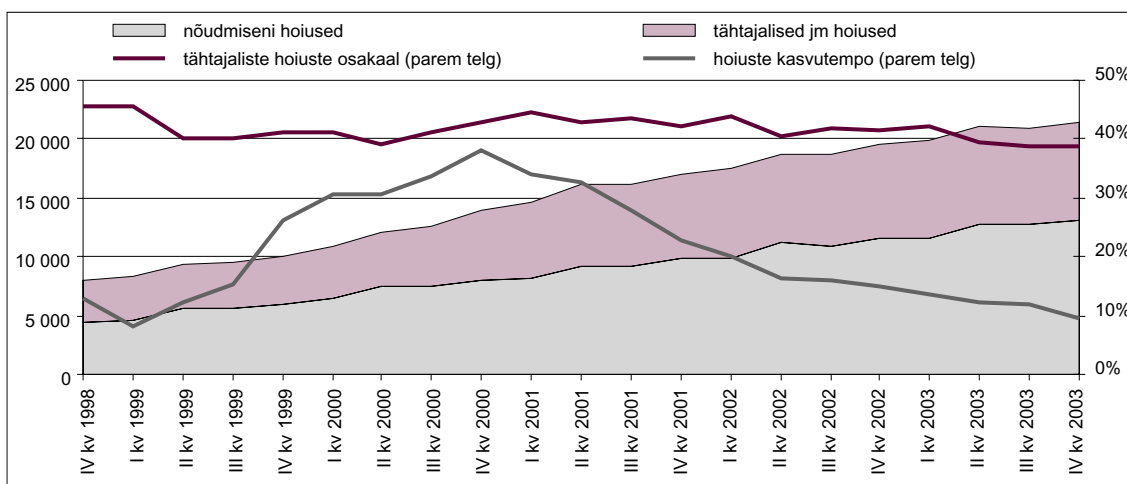


Joonis 2.8. Majapidamiste finantsvarad ja -kohustused kodumaise pangandus- ja liisingusektori suhtes (mld kr)

majapidamiste netosäästu vähenemine tugevat survet jooksevkonto puudujäägile ning annab suure kodumaise laenuõudluse tõttu lisatõuke välisvõla kasvuks. Konkreetse majapidamise tasandil kitsendab säästu vähenemine manööverdamisruumi sel juhul, kui laenuitingimused peaksid halvenema või sissetulekud vähenema.

Hoiuste aastakasv oli 2003. a lõpuks muutunud üliväikeseks (9,4%; vt joonis 2.9), mis on võrreldav 1998. a panganduskriisi järgse pessimismi aja tasemega. Kuigi hoiused on kasvanud sissetulekute suurenemisega võrreldavas tempos, on see finantssüvenemise üldist trendi arvestades siiski ebapiisav. Samas on tähtajaliste hoiuste osakaal püsinud jätkuvalt 40% lähedal. Kuivõrd intressitase on madal, siis näitab see, et atraktiivseid rahapaigutamismõimalusi napib, aga ka teatavat inertsust säästmisvõimaluste valikul.

Vähelikviidsetest finantsvaradest moodustas elukindlustuses kogutud preemiade jääk 2003. a lõpul 1,3 mld krooni, millest hinnanguliselt pool oli seotud täiendava kogumispensioni kindlustusega.



Joonis 2.9. Majapidamiste hoiused kodumaistes pankades (mln kr) ja nende kasv

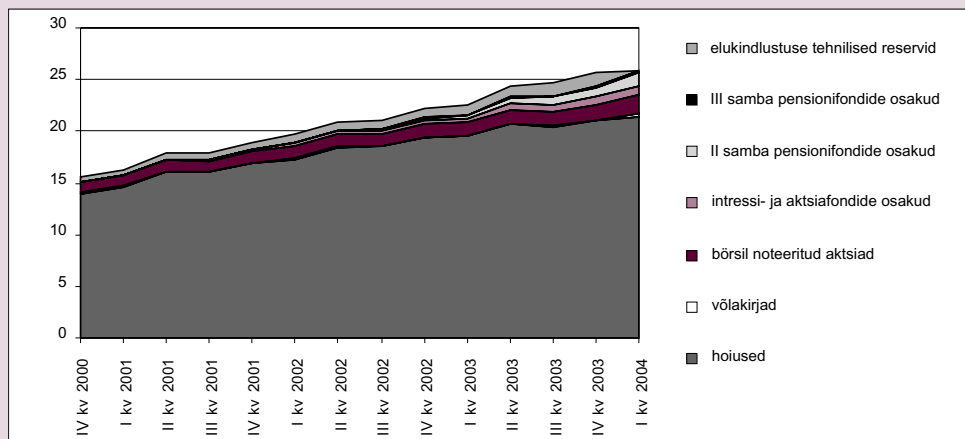
## TAUSTINFO

### MAJAPIDAMISTE SÄÄST

Eestis kehtivale kolmesambalisele, osaliselt eelfinantseeritavale pensionisüsteemile pandi alus 1998. aastal vabatahtlikke pensioniinvesteeringuid pakkuvate pensionifondide seadusega. 2002. aastal seadustati kogumispensionide seadusega lisaks ka kohustusliku kogumispensionide fondide tegevus.

Kui vabatahtlik pensionikindlustus (III sammu) on arenenud suhteliselt tagasihoidlikult, siis kohustusliku kogumispensioniga liitumise aktiivsus on ületanud nii valitsuse kui ka turuosaliste ootused. Kolmanda liitumisperioodi lõpuks, 31. oktoobriks 2003, oli II samba pensionifondidega liitunud 351 000 inimest ehk ligikaudu 60% töötavast elanikkonnast. Pensioniinvesteeringute selline populaarsus on tõstatanud küsimuse, kas ja kuidas hakkab pensionitoodete levik mõjutama majapidamiste säästmist ning selle struktuuri.

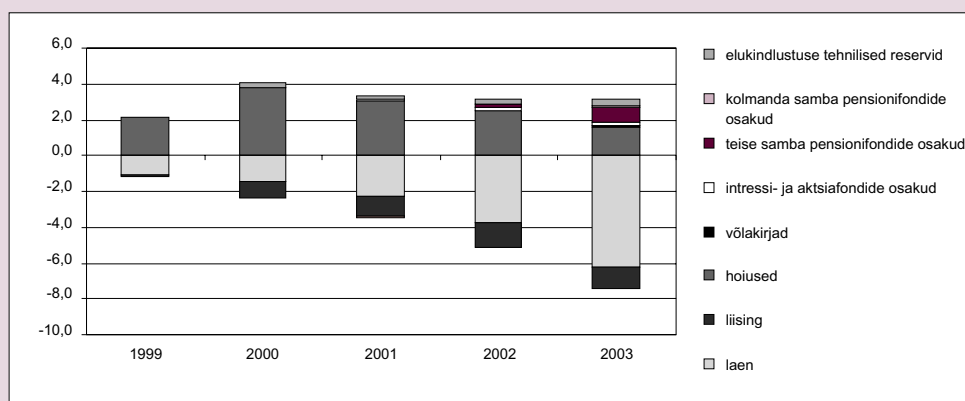
Tüüpilisele panganduskesksele üleminekumajandusele omaselt on Eesti majapidamiste säästud ülekaalukalt hoiustes. Muude **säästmisinstrumentide** osakaal küünib kokku vaid 18%ni kõigist finantsvaradest (vt joonis 2.10).



Joonis 2.10. Majapidamiste finantsvarad (mld kr)

Nii II kui ka III pensionisamba kaudu akumulieeritud vahendite maht ehk pensionisääst ulatub hinnanguliselt<sup>2</sup> 8%ni majapidamiste finantsvaradest. Majapidamiste säästmisportfelli struktuuris võib aga alates 2002. aastast täheldada hoiuste asendamist lisaks pensioniinvesteeringuile ka investeerimisfondide osakutega, mis viitab eelkõige finantsturu arenguga kaasnevale jätkuvale finantssüvenemisele.

Ent alates 2001. a algusest on jõudsalt suurenenud ka elamuinvesteeringutega seotud kohustused. **Säästude ümbervahetamisele elamuinvesteeringuiks** viitab ka finantsvarade absoluutkasv, mis on jäänud viimase kolme aasta jooksul samale tasemele, samal ajal kui võlakohustused on kasvanud progresseeruvalt (vt joonis 2.11). Majapidamiste seas levinud arusaama kohaselt peetakse ka kinnisvara soetamist laenu toel üheks säästmisviisiks. Sellise arusaama puhul on peamiseks riskiks see, et alusvara kõrge amortiseerumisaste ning laenuperioodi jooksul tekkivad võimalikud likviidsusprobleemid jäävad laenuvõtmise eufoorias tähelepanuta.

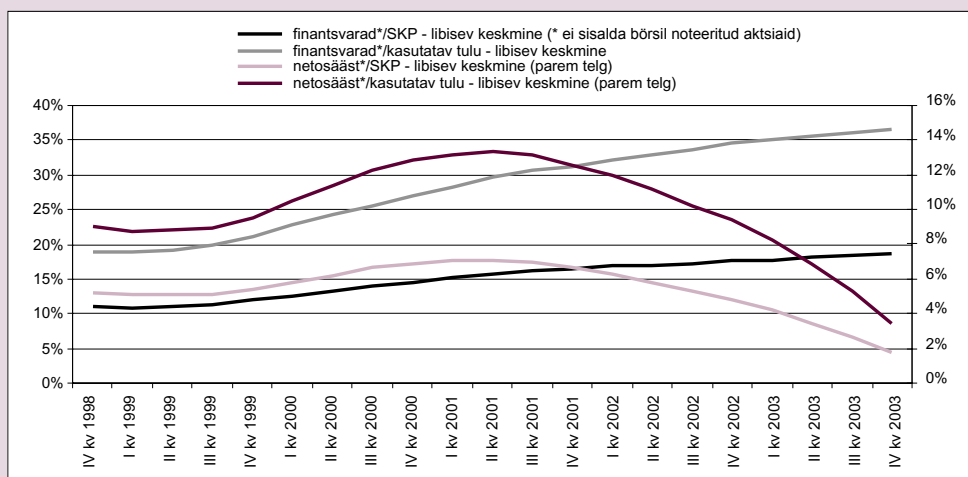


Joonis 2.11. Majapidamiste finantsvarade ja -kohustuste muutud (mld kr)

Kuigi majapidamiste finantsvarade järgi hinnatud **säästmiskaldumus** on pidevalt suurenenud (vt joonis 2.12), tuleb arvestada, et Eesti kui üleminekumajandusega riigi majapidamiste säästmiskaldumuse kasvu mõjutab eelkõige jõukusefekt<sup>3</sup>, st sääst suureneb tänu

<sup>2</sup> Pensionisäästu kohta kasutatakse hinnanguid, kuna puuduvad täpsed andmed selle kohta, milline osa elukindlustuslepinguist on sõlmitud tulumaksusoodustusega investeerimiskindlustusena ehk pensioniinvesteeringuna.

<sup>3</sup> *Wealth effect.*



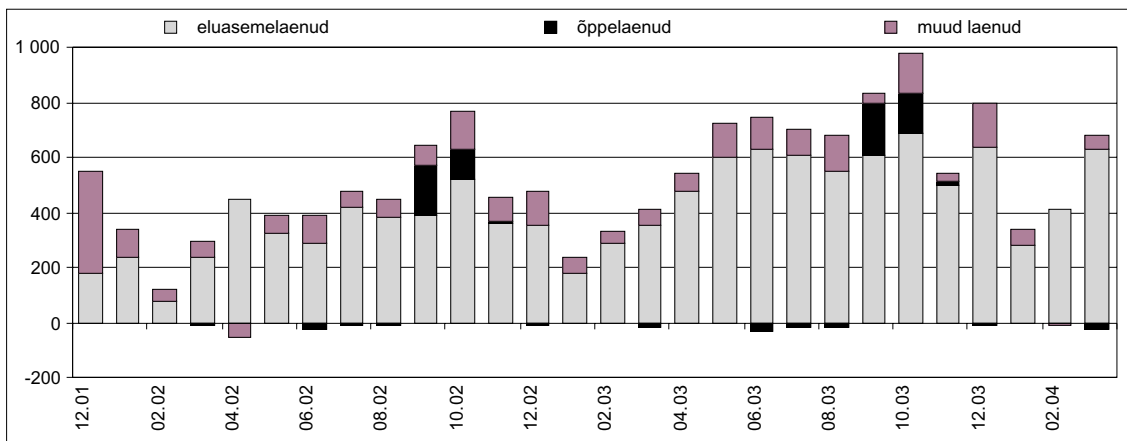
**Joonis 2.12. Majapidamiste säästmiskalduvuste dünaamika 1998–2003**

sissetulekute kasvule ja vältimatute kulutuste (eelkõige toit ja eluase) osakaalu vähenemisele sissetulekutes. Pensionireformi mõju siin esialgu täheldada ei saa. Majapidamised käsitlevad eelduste kohaselt kõiki finantsvarasid luksuskaubana, mille elastsus sissetuleku suhtes on suurem ühest. Teisisõnu on kõrgema sissetulekutaseme juures vältimatute kulutuste osakaal suhteliselt väiksem, mis loob paremad eeldused säästu kasvuks.

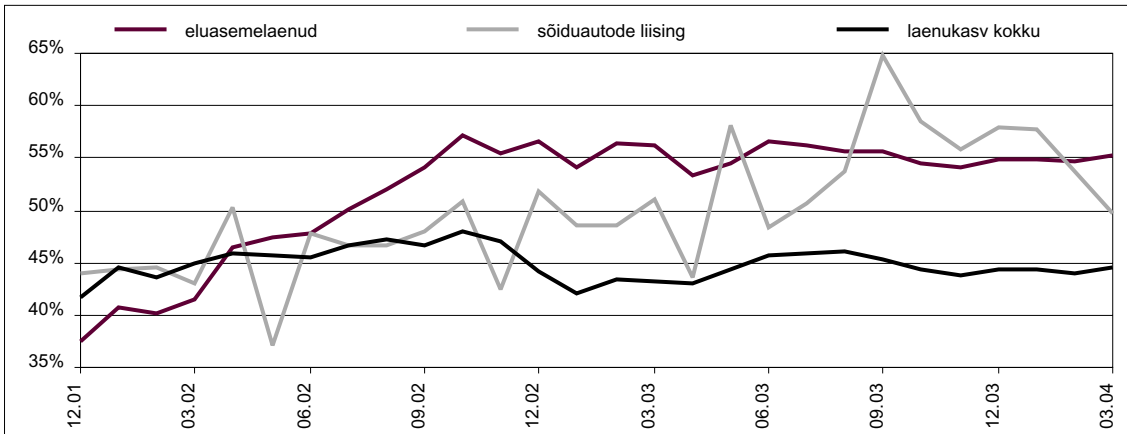
**Pensionireformi mõju säästmisele** sõltub sellest, kas kogumispensionis nähakse asendus- või täiendkaupa vabatahtlikele investeerimisskeemidele, st kas säästmiskalduvus tänu pensioniinvesteeringuile suureneb või jääb samaks. Kuigi seda, kas kogumispension on alternatiivsete investeerimisskeemide suhtes asendus- või täiendkaup, on veel vara hinnata, on sissetulekute madala taseme tõttu nii vabatahtlikul kui ka kohustuslikul pensionisüsteemil eeldusi kujuneda vabatahtlikele säästuskeemidele asenduskaubaks. Samas on eelfinantseeritava pensionikindlustuse rakendamine kahtlemata toetanud ja kiirendanud finantssüvenemist, tõstes investorite teadlikkust.

## Majapidamiste võlg ja laenuteenindamise võime

**2004. a I kvartali andmed näitasid, et majapidamiste võla kiire kasvutempo ei ole veel raugenud** (vt joonised 2.13 ja 2.14). Laenu- ja liisinguportfelli aastakasv on püsinud 45% juures juba alates 2003. a



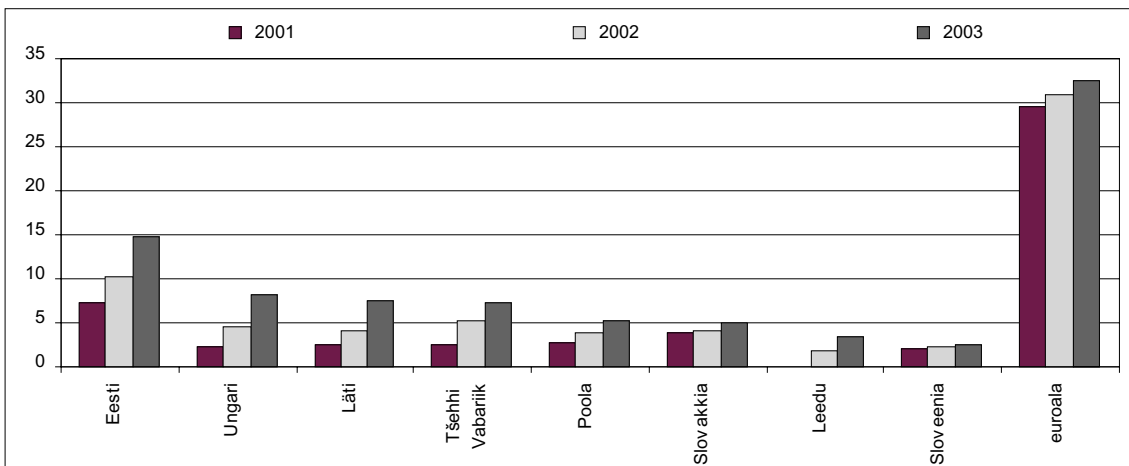
**Joonis 2.13. Majapidamiste laenu ja liisingu kasv kuus (mln kr)**



Joonis 2.14. Majapidamiste laenu ja liisingu aastakasv

suvest, eluasemelaenu on aga viimase poolteise aasta jooksul kasvanud keskmiselt ligi 55%. Arvestades möödunud perioodide suurt laenumahtu, on võimalik, et aasta II poolel hakkab kasvutempo aeglustuma. Samas võib Euroopa Liidu eelse suure (eluaseme)laenuõudluse teatav inertsus kajastuda ka hilisema perioodi näitajais.

**Kiire laenukasv on toonud kaasa võlataseme hüppelise tõusu:** 2004. a I kvartali lõpul moodustas majapidamiste võlg ligikaudu 22% SKP suhtes ja 39% kasutatavast tulust. Võrreldes ELi keskmisega, on kasvuruum veel suur, kuigi madalama võlatasemega riikidele on Eesti jõudsalt lähemale nihkunud (vt taustinfo lk 31–33). Kesk- ja Ida-Euroopa riikide seas on Eesti majapidamiste laenu taseme konkurentsituatsioon kõrgeim, tulenedes peamiselt oluliselt suuremast eluasemelaenu mahust (vt joonis 2.15).



Joonis 2.15. Eluasemelaenu suhtena SKPsse Kesk- ja Ida-Euroopa riikides ning euroalal (%)

**Eluaseme soetamiseks või renoveerimiseks võetud laenu moodustavad 73% eraisikute laenujäägist.** Ühtlasi on tegemist laenu- ja liisinguportfelli suurima segmendiga (2004. a märtsi lõpul moodustasid eluasemelaenu 28% reaalsektori laenu- ja liisinguportfelligi; aasta varem oli osakaal 23%).

**Tarbimislenu moodustavad ca 17% majapidamiste võlast** (koos õppelaenudega 27%), kusjuures 40% tarbimislenudest moodustab sõiduautode liising. Erinevalt eluasemelaenudest võib alates 2003. a viimasest kvartalist täheldada tarbimislenu kasvatempo aeglustumist. Kuna suurte jaemüügi näitajatega kõrvutades oli tarbimislenu kasutamine suhteliselt mõõdukas, võib sellest lühiajalises vaates järeldada jõukusefekti ära kasutamist – varade hinnatõus kompenseeris võlataseme tõusust tekkivad tarbimispiirangud.

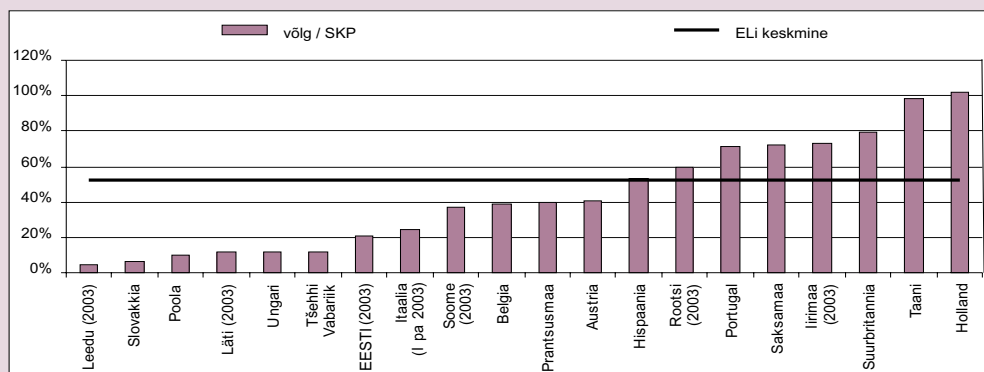


# TAUSTINFO

## EESTI MAJAPIDAMISTE VÕLATASEME KASV VÕRRELDES TEISTE EUROOPA LIIDU RIIKIDEGA

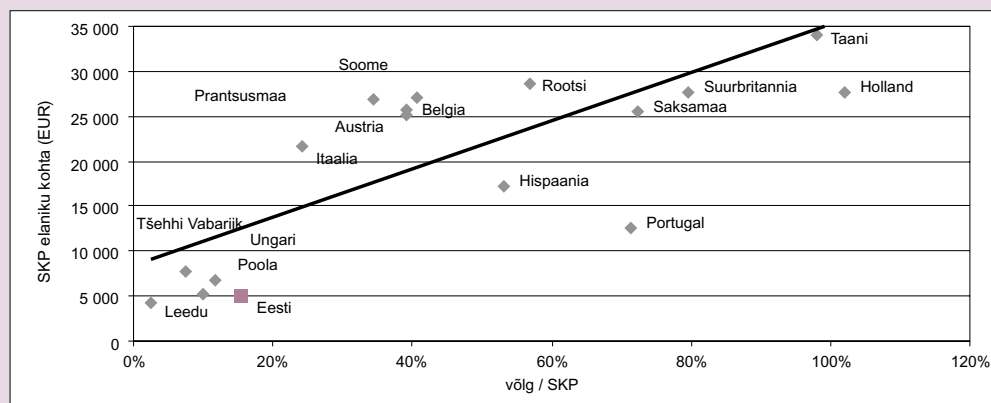
Majapidamiste laenukasvu viimastel aastatel võib pidada üleilmseks nähtuseks – tänu madalale intressidele on nii taseme kui kasvutempo oluline suurenemine (eelkõige eluasemelaenude puhul) täheldatav väga paljudes riikides.

ELi uute liikmesriikide majapidamiste võlatase on oluliselt madalam kui vanades liikmesriikides: kui 2002. aastal moodustas ELi riikide majapidamiste võla suhe SKPsse keskmiselt 52%, siis enamikus nüüdseks liitunud riikides oli vastav näitaja alla 20% (vt joonis 2.16). Uute liikmesriikide seas eristub selgelt Eesti, kus majapidamiste võlatase küünib madalama võlatasemega ELi vanade liikmesriikide oma lähedale.

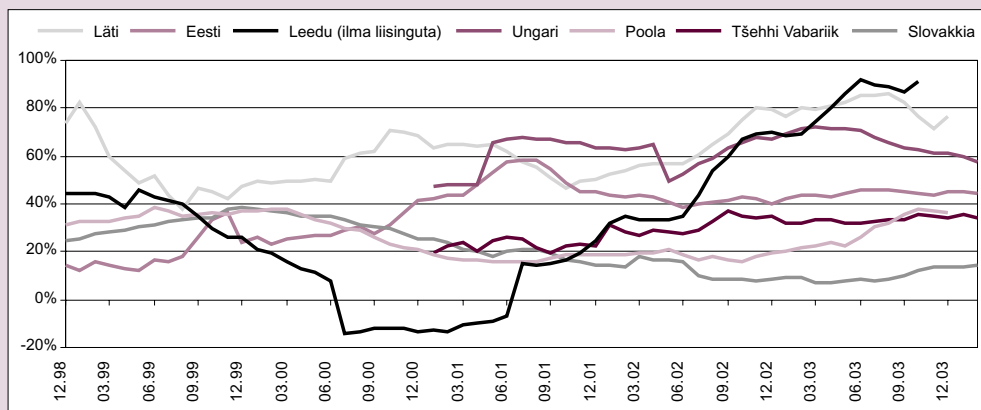


Joonis 2.16. Majapidamiste võlatase 2002. a lõpul

Analüüsid SKP abil kaudselt majapidamiste võla- ja tulutaset ning nende muutusi, joonistub välja mõningane seos majanduskasvuga kaasneva tulutaseme ühtlustumise ja võlataseme muutust iseloomustava laenukasvu tempo vahel (vt joonis 2.17). Antud näitajate üheaegne kiire kasv on esinenud enamikus liitunud riikides, eelkõige Baltimaades. Samuti ei saa seda pidada üksnes viimase aasta arenguks, kuna laenujäägi aastakasv neis riikides (v.a Poola) on ületanud 20% juba vähemalt 2001. a keskepaigast (vt joonis 2.18).

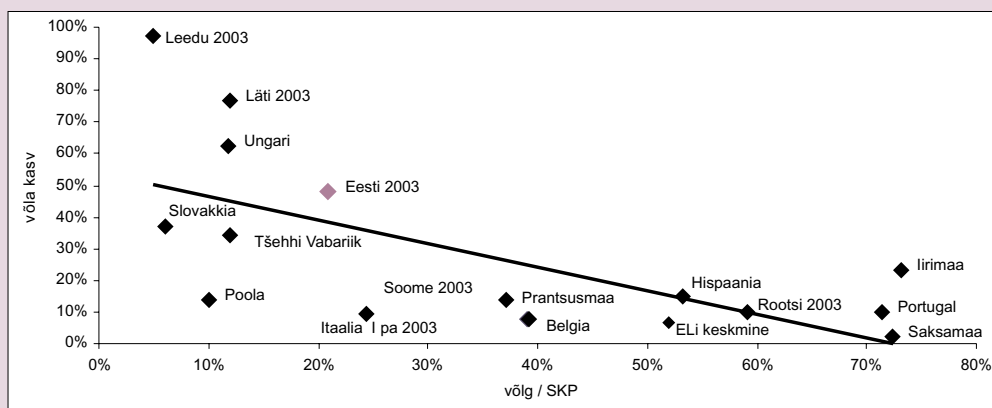


Joonis 2.17. Võla tase vs SKP elaniku kohta 2002. aastal

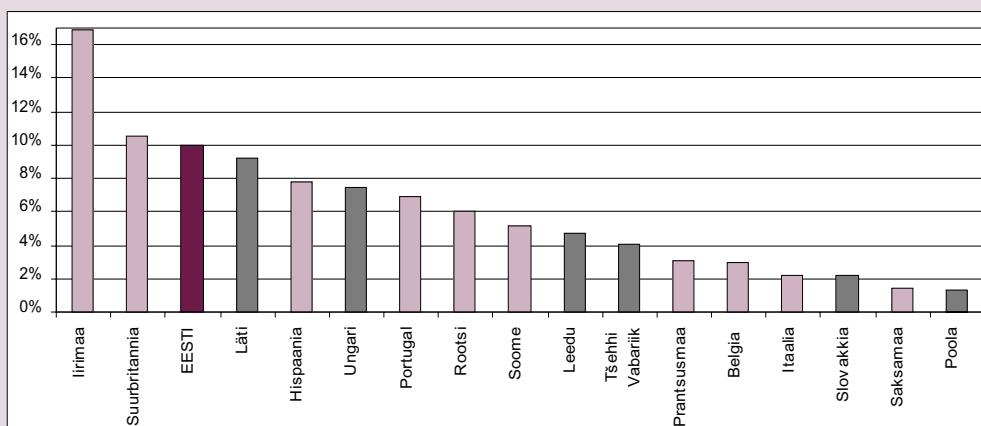


Joonis 2.18. Laenukasv mõnedes ELi uutes liikmesriikides

Analüüsid majapidamiste laenude kasvutempot ja vastava riigi võlataset, ilmneb, et nende näitajate vahel on pöördvõrdeline seos. See tõestab, et tegelikult majanduslikuks lähenemiseks on vaja kiiremat finantssüvenemist (vt joonis 2.19). Et turgude liberaliseerumine toimus äsja liitunud riikides suhteliselt hiljuti, siis on ka baastase neis madal. Samas vääriks



Joonis 2.19. Võla tase ja selle kasvutempo ELi riikides (võla tase 2002. a, v.a juhul, kui on näidatud teisiti; kasvutempo 2003. a)



Joonis 2.20. Võlataseme kasv SKP suhtes

kindlasti eraldi uurimust küsimus, kas KIE riikide majapidamiste (ka ettevõtete) võla kasvukiirus on piisav struktuurseks lähenemiseks ELile või võib riigi tasandil olla tegemist hoopis mittejätkusuutliku tempoga.

Seda teemat aitab paremini mõista võlataseme suhtelise kasvu võrdlus. Vaadeldes **majapidamiste võla suurenemist suhtena eelneva perioodi nominaalsesse SKPsse**, ilmneb, et kuigi laenukasvu tempo on viimasel ajal olnud kõrgeim Leedus, on Eesti liitunud riikide pingereas võlataseme suhtelise kasvu osas kindlalt liidripositsioonil (vt joonis 2.20). Väga tugevate näitajatega paistavad siin silma eelkõige mitmed arenenud riigid, sh Iirimaa, Suurbritannia ja Hispaania. Seda finantssüvenemise tempot iseloomustavat näitajat mõjutavad oluliselt lisaks majanduskeskkonnale (nõudluspoolselt teguriks on eraisikute ootused) ka finantssektori käitumisest tulenevad pakkumispoolsed tegurid ehk konkurentsiaktiivsus ja finantssektori seisund (väiksemad piirangud).

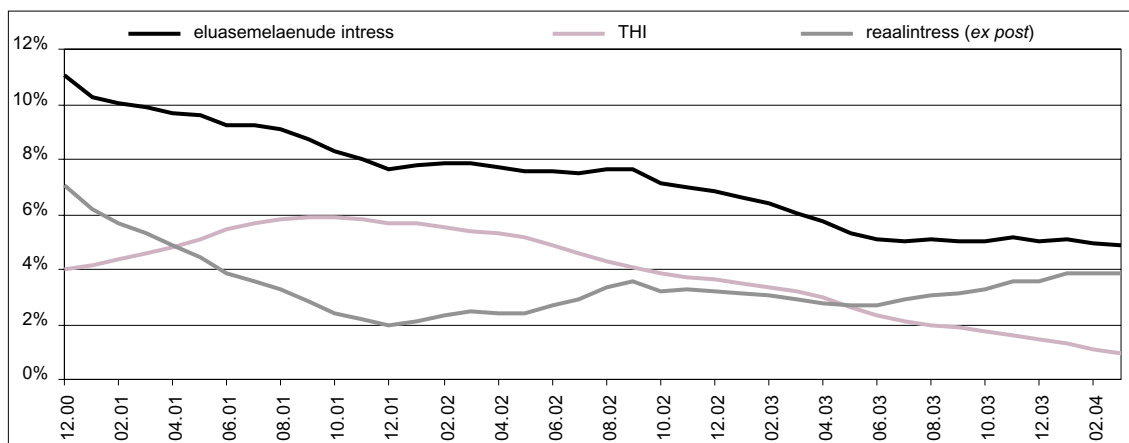
## Laenutingimused

**Pärast 2003. a suvel saavutatud ajalooliselt madalaimat intressitaset on turu keskmine uute eluasemelaenude intress püsinud 5% juures** (vt joonis 2.21). Kuna suurem osa laenulepinguid on sõlmitud ujuva intressimääraga, siis laenuportfelli jäägi intressidünaamika uute laenude omast palju ei erine (2004. a märtsi lõpul oli eluasemelaenuportfelli intress 5,4%).

Euroala keskmisest eluasemelaenuintressist on Eesti oma 60–70 baaspunkti võrra kõrgem, samas kui näiteks Soomega on hinnaerinevus üle 180 bp (vt joonis 2.22). Põhjamaade madala intressitaseme mõjul on eluasemelaenude intressid väga madalad ka teistes Balti riikides, eriti Leedus.

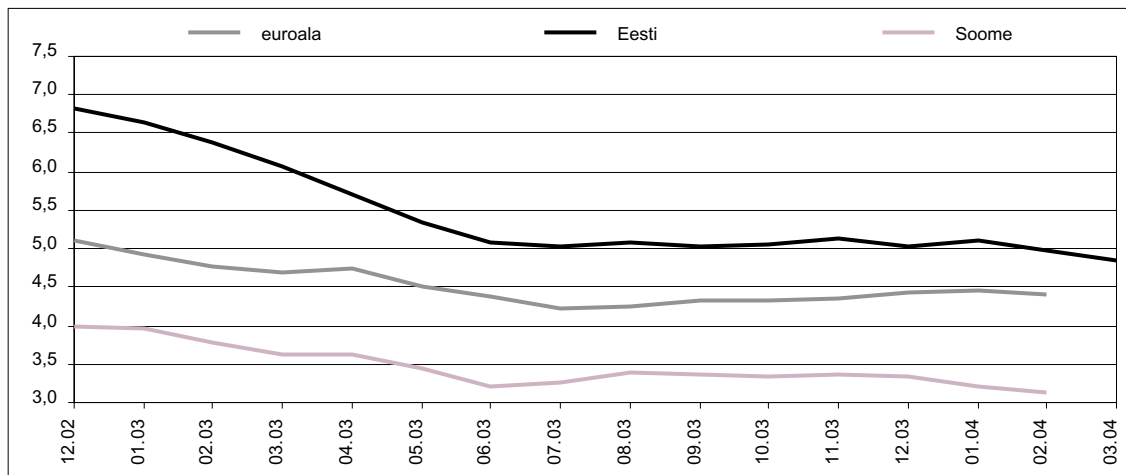
**Laenu kättesaadavus** ei ole teadaolevalt 2003. a sügisega võrreldes muutunud. Nii omafinantseeringu kui ka minimaalse sissetuleku nõutav tase on põhimõtteliselt jäänud endiseks. Minimaalse sissetuleku nõude tõstmist mõnes pangas võib seostada pigem kinnisvara hinnadünaamikaga kui sisulise pakkumispoolse piiranguga.

**Riiklik poliitika ja tugisüsteemid**<sup>4</sup>. Eraisikute laenamist on soodustanud ka valitsuse poliitika. 2003. a jooksul suurenes KredExi toel antud eluasemelaenude maht 1,1 mld krooni võrra, mille tulemusena vastavate



**Joonis 2.21. Eluasemelaenude nominaal- ja reaalintressimäär ning tarbijahinnaindeks**

<sup>4</sup> 2003. aastal tasutud eluasemelaenude intresside tagastamise kohta laekub info alles 2004. a augustis, mistõttu riiklike tugisüsteemide teravikmõju kohta eluasemelaenuurule 2003. aastal saab hinnangu anda 2004. aasta sügisese ülevaates.



Joonis 2.22. Eluasemelaenu intressid Eestis ja euroalal (sh Soomes; %)

laenu maht moodustas aasta lõpul 16% portfelist. 2003. a aruande järgi on *alates 2001. aastast KredExi abil oma elutingimusi parandanud ligikaudu 10 000 noort peret ja spetsialisti ning tagastatud eluruumide üüriku. 2003. aastal maksti välja kaks eluasemelaenu käendust kogusummas 85 000 krooni.*

## Majapidamiste laenu teenindamise võime

Vaatamata laenujäägi kiirele kasvule, ei ole majapidamiste kvartali jooksul tehtavad laenuintresside maksed oluliselt muutunud. 2003. aastal teenis kodumaine finantssektor majapidamiste laenudelt ja liisingutelt ligikaudu 1,6 mld krooni intressitulu, 2004. a I kvartalis saadi 430 mln krooni. Püsivalt kasvanud sissetulekute ning madalate intressimäärade tõttu on Eesti majapidamiste intressikoormus püsinud stabiilselt 2,4–2,5% juures.

Majapidamiste **laenu teenindamise kogukulusid**, mis sisaldavad peale intresside ka põhiosamakseid, on palju keerulisem hinnata. Pere-eelarve küsitlused annavad väga erinevaid tulemusi, alates 7%st (EMORI B-monitor) kuni 17%ni (Ariko Marketing). **Kogu pangandusstatistikale ja makronäitajale tuginedes moodustasid majapidamiste põhiosa- ja intressimaksed 2003. a lõpul üle 12% kasutatavast tulust.**

Kuigi kogunäitaja viitab suhteliselt madalale võlakooormusele, võib osa perede eelarve olla küllaltki pingeline. Ariko Marketingi poolt 2004. a jaanuaris-veebruari läbi viidud finantskohustuste uuring tõi esile, et 68% kohustusi omavaist peredest hindab laenu teenindamise kulu *madalaks* või *mõistlikuks* (st sellele kulub kuni 19% sissetulekuist). Enam kui kümnendik laenukohustusi omavaist peredest aga kulutab laenu teenindamisele üle 30% netosissetulekust.