

# SISUKOKKUVÕTE

## ■ Makromajanduslik ja väliskeskkond

**Maailmamajandus** hakkas alates 2003. a keskpaigast Ameerika Ühendriikide vedamisel elavnema, andes positiivse tõuke ka finantsturgudele: aktsiahinnad hakkasid tõusma ning finantssektori kasumlikkus Euroopas paranema. Madalate intresside tõttu aga tekkis probleem, kuidas leida piisavalt tulusaid investeerimisvõimalusi. Lõppkokkuvõttes väljendus see ka hinnavahe alanemises võlakirjaturu riskantsemis segmentides. Seoses majanduskasvu alanud taastumisega kerkis küsimus ka rahapoliitiliste intressimäärade võimalikust tõstmisest. **Kuna euroala majanduskasvu peetakse endiselt pigem mõõdukaks, siis ootavad turud 25baaspunktist intressimäära tõusu alles 2004. a lõpus.**

Soodne rahvusvaheline **intressikeskkond** toetas 2003. a III kvartalis ja 2004. a I kvartalis jätkuvalt Eesti sisenõudlust. Samas paranes ka Eesti eksporttoodete nõudlus. Kaupade ja teenuste bilansi puudujäägi vähenemine osutus aga siiski veel ebapiisavaks, et rahvusvahelises ja meie enda ajaloolises võrdluses erakordselt suurt jooksevkonto defitsiiti vähendada. Eesti **majanduskasv** oli jätkuvalt suur ning ületas mitu korda euroala taseme. **Inflatsioon** oli välise hinnasurve puudumise tõttu väga madal, kuid peamiselt seoses administratiivsete hindade tõusuga prognoositakse 2004. aastaks inflatsioonitempo mõõdukat kiirenemist.

Eesti **ettevõtlu**sele mõjub julgustavalt majanduse taastumine Euroopas, kuigi viimane on seni olnud suhteliselt tagasihoidlik. Meie ettevõtted on arenguväljavaadete suhtes optimistlikud; seejuures näevad Euroopa turgudega rohkem lõimunud ettevõtted uues majanduspoliitilises olukorras positiivset sünergia. Ka reaalnäitajad on üldiselt lootustandvad – toodangumaht ja müügikäive on püsinud suured (keskmised aastakasvutempod olid 2004. a I kvartalis üle 10%). Läbilööki eksporditurgudel mõjutab oluliselt nõudluse konjunktuur, mis viimastel perioodidel on olnud soodsam suhteliselt väiksema ekspordimahuga harude jaoks.

Ettevõtete kasumlikkus oli jätkuvalt hea, kuigi kasumi kasv võrreldes 2002. aastaga pidurdus. Suhteliselt paremaid tulemusi saavutasid välisosaluslega ettevõtted.

**Majapidamised** muutusid tuleviku suhtes pessimistlikumaks. Eelkõige väljendus see kõrges inflatsiooniootuses. Olukord tööturul samal ajal jätkuvalt paranes ning sissetulekute ennakkasvu on peetud isegi majanduse tasakaalu ja konkurentsivõimet ohustavaks. Majapidamiste pessimism on avaldunud küll küsitluste tulemustes (suurem konservatiivsus püsikaupade soetamisel), kuid mitte jaemüügi näitajais ega eluasemeturu aktiivsuses.

Kokkuvõttes toetab välis- ja makromajanduslik keskkond igati Eesti finantssüvenemist ning ettevõtete ja majapidamiste finantsvarade ja -kohustuste kasvu.

## ■ Ettevõtete finantskäitumine ja riskid

Eesti ettevõtete **finantseerimise struktuuris** mängis tähtsat rolli väliskapital (50%), mille kasv ületas haruti oluliselt kodumaise pangalaenu ja liisingu oma. Samas on osa ettevõtteid hakanud soodsate intresside tõttu rohkem kasutama kodumaiseid finantseerimisallikaid. Sõltumata finantseerimise vormist, on viimase aasta jooksul suhteliselt rohkem rahastatud kodumaisele turule orienteeritud tegevusalasid (kinnisvara, ehitus ja kaubandus). Rohkem ekspordile avatud töötleva tööstuse perspektiivikusest annab tunnistust suur otseinvesteeringute kasv selles harus.

**Kommertsinnisvara riskid** on eelkõige seotud valmivate büroopindadega ning sellega kaasneva võimaliku vabade pindade suurenemisega. Kaubanduspindade aktiivne arendus Tallinnas on esialgu peatunud ning jätkub liikumine teistesse linnadesse. Kuigi eratarbimine püsib suur, võib selle kahanemine (nt laenukoormuse suurenemise tõttu) tõsta taas päevakorda varem finantseeritud kaubanduspindadega seotud riskid.

## ■ Majapidamiste finantskäitumine ja riskid

Nagu eelmises ülevaates eeldasime, nõrgenes majapidamiste **finantsvarade ja -kohustuste netopositsioon** 2004. a alguskuudel veelgi: märtsi lõpus ületasid laenu- ja liisingukohustused finantssääste 2,5 mld krooni võrra ehk 11%. Senise arengu põhjal ei ole alust arvata, nagu võiks netopositsiooni nõrgenemine peatuda. Riskide kuhjumisele viitab see, et majapidamiste netosäästu vähenemine võimendab finantssektori riske ning ohustab makrotasakaalu.

**Hoiused** kasvasid samas tempos sissetulekute kasvuga, mida võib üldist finantssüvenemise tempot arvestades pidada ebapiisavaks.

Majapidamiste puhul on tähelepanuvääriv säästude muutmine eluasemeinvesteeringuiks, mida peamiselt finantseeritakse pangalaenudega. Olukorras, kus **laenu toel kinnisvara soetamist käsitletakse ühe säästmisviisina**, on peamine risk see, et alusvara kõrge amortiseerumisaste (nt vanade korterite puhul) ning võimalikud likviidsusprobleemid laenuperioodi jooksul jäävad laenuvõtmise eufoorias suurema tähelepanuta. **Kinnisvarainvesteeringu tootlus võib kokkuvõttes kujuneda oodatust väiksemaks, madalamaks isegi likviidsete finantsvarade tulumäärast.**

Majapidamiste **võla** kiire kasv on kogu Euroopat hõlmav nähtus; mitmes uues liikmesriigis on laenukasvu kiirus viimase aasta jooksul olnud Eesti omast oluliselt suurem. Sellegipoolest on Eesti majapidamiste laenukasv SKP suhtes olemasoleva võlataseme juures üks kiiremaid ning jääb alla vaid Inglismaa ja Lirimaa omale.

Eeldades, et 2003. a lõpul ja käesoleva aasta alguses tehtud eluasemeostud olid osaliselt ajendatud kartusest hinnatõusu ees seoses Eesti saamisega ELi liikmeks, on vähetõenäoline, et laenukasvu tempo aasta teisel poolel kiireneb. Kui eeldada, et pankade intressikonkurents avaldub hetkel vaid väga piiratud turusegmenendis (suhteliselt kõrgema sissetulekuga pered), siis võib see ka tõeks osutada. Samal ajal kaasavad pangad laenuvõtjatena üha enam ka väiksema maksevõimega kliente, kellele pakutavad laenuitingimused ei ole nii soodsad kui pankade reklaamikampaaniaid jälgides võib tunduda<sup>1</sup>.

Arvestades pankade pakutavaid soodsaid laenuitingimusi, on majapidamiste **laenuteenindamise võime** hetkel suhteliselt hea, mida kinnitab ka laenude kõrge kvaliteet. Ariko Marketingi poolt aasta alguses läbiviidud finantskohustuste uuringu põhjal selgus, et olenevalt sissetulekugrupist võib enam kui kümnendikul laenukohustuste võtjaist olla juba suhteliselt pingeline pere-eelarve. Paisunud laenukoormus võib küll teataval määral tarbimise mahtu vähendada, kuid selle võib eeldatavasti korvata jõukusefekti avaldumine läbi varade hinna kasvu. Samuti on võimalik, et osa eluasemelaene on võetud pigem tarbimise eesmärgil.

Soodsa laenukeskkonna poolt toetatud suure nõudluse tõttu on tänavuaastane **hinnakasv mõnes eluasemeturu segmenendis** olnud 2003. a omast kiirem, ulatudes 20%ni. Arvestades seda, et valdav osa tehinguid on tehtud küllaltki amortiseerunud elamispinnaga, võib järeelturg pikemas perspektiivis (või majapidamiste süsteemsete makseraskuste korral) muutuda vähelikviidseks. Uute korterite puhul on olukord samal ajal püsitud stabiilne, kuid kui müügis olevate uute korterite hulk järsult väheneb, võib see tekitada täiendava surve tüüpikorterite hinna tõusuks.

<sup>1</sup> Ka intressierinevuste suurenemine riskantsete ja vähemriskantsete laenuprojektide puhul viitab sellele, et viimased reklaamikampaaniad on suunatud eelkõige parema maksevõimega klientidele.

## ■ Pangasektor

Panganduse ootuspärasest suurem **kasumlikkus** annab tunnistust kõrgest efektiivsusest ning äritegevuse õnnestunud laiendamisest. Hinnavahe languse pidurdumine toetab pankade kasumiväljavaateid, kuigi lühiajalises vaates hinnavahe langus jätkub, seda nii konkurentsipurve kui ka portfelli amortiseerumise tõttu. Euroopa Liitu astumisega seotud usalduskrediit koos pankade ja riigi reitingu paranemisega on andnud võimaluse rahastamiskulusid alandada ning portfelli agressiivset laiendamist jätkata. Lisaks pakub kasumlikkusele tuge eeskätt maksekaarditehingute ja elektrooniliste kanalite arvel kasvav teenustasutulu.

Kiire laenukasvuga seotud ohud pole seni realiseerunud. Vaatamata laenukoormuse kiirele suurenemisele pole **laenude kvaliteet** halvenenud. Siinkohal on positiivset üldpilti mõjutanud ka eluasemelaenude osakaalu suur kasv, mis läbi laenude kõrge tagatuse määr võimaldab oodatavaid laenukahjumeid kahandada. Teisalt toetavad laenude teenindamist nii alanev intressikulu kui ka kasvanud reaalsissetulek. Antud arengu peegelduseks on **pankade riskitolerantsi kasv**, mis väljendub seni eritähelpanu all olnud sektorite (kaubandus, kommertsinnisvara) finantseerimise elavnemises ning riskantsemaile turgudele sisenemises.

Kiirest laenutempost dikteeritud **välisrahastamise** osakaalu tormiline tõus tingib pankade kohustuste heitlikkuse kasvu. Selle tasakaalustamiseks on pangad hakanud ka paindlikumalt likviidsust juhtima, asendades võlakirju kiire käibega pöördrepotehingutega. Asetleidnud areng muudab pangasektori tundlikumaks väliskeskonnast tulenevate riskide, iseäranis intressi- ja likviidsusriski suhtes. **Võimalike riskistsenaariumide analüüs näitab, et senise dünaamika jätkudes piisab välisrahastamisel 3,5%st intressitõusust (eeldusel, et aktive hind ei muutu), et pangad langeksid aasta arvestuses kahjumiläveni.** Kapitali adekvaatsuse langemiseks miinimumtasemeni peaks välisrahastamise hind kerkima 10%-ni ehk tõusma tänasega võrreldes üle 7 protsendipunkti.

Jättes kõrvale eelduse, et raskuste korral osutavad emapangad neile tingimusteta abi, esitab varade ja kohustuste muutunud struktuur pankade sisemisele riskijuhtimisele kõrgemaid nõudeid.

## ■ Väärtpaberiturg ja muud finantsvahendajad

**Võlakirjaturg** oli passiivne nii uute emissioonide kui ka järelturu käibe poolest. Üldise emissioonimahu kahanemise taustal võis täheldada madalama laenukvaliteediga väiksemate emitentide emissioonide mõningast kasvu, mis viitab sellele, et ekspansiivses likviidsuskeskkonnas on investorite riskipreemiad alanenud.

Sarnaselt teistele Euroopa Liiduga ühinenud Kesk- ja Ida-Euroopa riikide börsidele jätkus Tallinna Börsil **aktsiahindade** kiire kasv ning mõningane käibe tõus, mille tulemusena kaubeldavate aktsiate turuväärtus kerkis aastaga peaaegu 60%. Hindade edasist tõusu aga piirab tänu strateegilistele osalustele likviidsete aktsiate piiratud maht ning kõrge hinnatase. Suurosaluste märkimisväärse osakaalu tõttu domineeris ka ettevõtete lahkumine börsilt.

Alates 2003. a II poolest **investeeringufondide** kasv aeglustus. Seoses Kesk- ja Ida-Euroopa börside tugeva tõusuga ning arenenud riikide aktsiaturgude taastumisega on investorite huvi kahanenud tootlusega võlakirjafondide asemel suundunud kõrgemat tootlust, kuid ka kõrgemat riskitaset pakkuvale aktsiafondidele. Stabiilselt kasvavate teise samba pensionifondide maht jõudis 2003. a lõpuks miljardi krooni künnisele, omandades majapidamiste säästus järjest olulisema rolli. Rangete investeeringupiirangute ning portfelli väheste mitmekesisustamisvõimaluste tõttu kodumaal on kohustuslike pensionifondide investeeringud valdavalt suunatud välisurule.

Suure sisenõudluse tingimustes suurendas **kindlustussektor** oluliselt tegevusmahtu, mis koos efektiivsuse tõusuga tõstis jõudsalt kasumlikkust. Tulenevalt suuremate aktsiaturgude taastumisest ning konkurentsist

pingestumisest investeerimis- ja pensionitoodete turul on ka kindlustusseltsid asunud oma aktsiapositsioone kasvatama.

## ■ Maksesüsteemid

Eesti Panga **pankadevaheliste maksete arveldussüsteem** toimis efektiivselt ja turvaliselt. Kõik arveldussüsteemis esinenud tõrked kõrvaldati mõistliku aja jooksul, käideldavus oli kõrge ega ohustanud finantsstabiilsust. Hoolimata pankadevaheliste maksete arvu jõudsast kasvust, on Eesti pangasektori kontsentreerituse tõttu nende osakaal pankade vahendusel teostatud maksete hulgas vähenenud.

Eestis kasutatavate **makseviiside** struktuur sarnaneb juba täna Põhjamaade omaga, kuigi elektroonsete maksete arvu poolest inimese kohta jääb Eesti veel ELi keskmisele alla. Samas on Eestis pangaautomaate elaniku kohta juba rohkem kui Põhjamaades. Inimeste finantskäitumise muutused on seotud eelkõige internetipanganduse ja kaardimaksete tormilise arenguga. Internetipanganduse kasutamises on Eesti Euroopas esirinnas, ka pangakaartidega ostude eest tasumine läheneb meil jõudsalt Põhjamaade tasemele. Kaardimaksete populaarsusest saavad lisaks ostude eest tasujaile üha suuremat kasu ka pangad, sest teenustasutulu kasv kiireneb.

## ■ Kokkuvõte. Finantsstabiilsuse riskid

Arvestades suhteliselt kiiresti kasvanud laenukoormust pere tasandil, 2004. a II poolel kiireneva inflatsioonitempo tõttu vähenevat reaaltulu ning ka intresside tõusutsükli algust Euroopas, on keskpanga 2003. a sügisel edastatud sõnum laenukoormuse negatiivsetest kõrvalmõjudest endiselt aktuaalne. Võlataseme kiire kasvu poolest paistab Eesti silma ka rahvusvahelises võrdluses. Kuigi uurimistulemused ei viita tugevale seosele võla taseme ja finantskriiside vahel, muudab suurenenud laenukoormus majapidamiste bilansid haavatavamaks ning võimendab teisi makromajanduslikke probleeme (välistasakaalu halvenemine, ettevõtete kasumlikkuse langus, eratarbimise võimalik vähenemine jne).

**2003. a sügiseste meetmete mõju** eluasemelaenu nõudluse ja pakkumise ohjamisele jäi nõrgaks. Kuigi sõnum leidis meedias suhteliselt suurt kajastamist, ei järgnenud sellele silmanähtavaid tulemusi. Finantsinspektsiooni hinnangul ajakohastasid pangad oma laenuandmise standardeid juba aasta varem, Eesti Panga ja Finantsinspektsiooni poolt saadetud eelmise ühiskirja ajal. Seekord ühiskiri pankade riskikäitumist tõenäoliselt enam palju ei muutnud, vaid rohkem tuletas meelde, et riskid on endiselt säilinud. Kuigi hetkel ei ole põhjust kahelda pankade laenude väljastamise tingimuste konservatiivsuses, näitavad eluasemelaenu müügitulemused, et väide maksejõuliste klientide lõppemisest oli ennatlik. **Aprilli lõpuks, st kolmandiku aasta jooksul olid pangad saavutanud keskmiselt 42% kogu 2004. aastaks prognoositud laenumahu kasvust. Seega domineerisid pankade käitumises grupitasandi müügieesmärgid ja tegevusjuhised.**

Eesti Panga ettepanekud eraisikute laenutururiskide maandamiseks ja laenamist toetavate riiklike meetmete ülevaatamiseks ei leidnud Vabariigi Valitsuse toetust. Eesti Pank on jätkuvalt arvamusel, et tänases turuolukorras, kus laenude kättesaadavus on hea, võiks valitsuse poliitika keskenduda ennekõike üksikute sotsiaalsete gruppide abistamisele (nt piirates KredExi toodete sihtrühma) või aidata kaasa elanikkonna intressiriskile avatuse vähendamisele<sup>2</sup>. Senise poliitika jätkumisel tuleb loota, et kuni suur majanduskasv jätkub ja elanike sissetulekute kasv ületab võimalikku intressikulude suurenemist, seni laenude teenindamisel tõsisemaid probleeme ei teki. **Samal ajal aga võtab ühiskond tervikuna kanda**

<sup>2</sup> Näiteks Suurbritannia rahandusministeerium kavandab meetmeid, et inimesi rohkem motiveerida fikseeritud intressiga laenu võtma.

**kõrge laenukoormusega kaasnevad võimalikud sotsiaalsed riskid (nt eluasemest ilmajäämine), mis võivad avalduda majanduse teistsuguse arengu puhul.**

ELi liikmelisuse lähenemise tõttu oli eluasemeturg 2004. a alguses tavapäratult aktiivne. Seega on olemas väike võimalus, et sügisel hakkab laenuõudlus vähenema. Samas soosib tugevnev pankadevaheline konkurents laenukasvu püsimist. Madalate intresside tõttu on ka surve pankade tulubaasile suur. Pangaomanike tuluootused hoiavad pakkumistingimused soodsad ning ressursipiiranguid, mis vähendaksid võimalikku väljalaenatava raha hulka, ei ole lähitulevikus ette näha.

**Kokkuvõttes võib Eesti finantsstabiilsust hinnata praegu heaks.** Olulisi probleeme finantssektori toimimises ei ole ilmnenu ega ole ka lähitulevikus ette näha. Samas kätkevad majapidamiste laenukoormuse kiire kasv ja sellega kaasnev võimalik negatiivne kõrvalmõju endas riske, mille teadvustamise ja maandamisega tuleb aktiivselt tegelda. **Kuna probleemid võivad pigem avalduda laenuvõtjate poolel, siis on siin määrav roll valitsusel. Eluasemeturu riiklik tugipoliitika vajab ajakohastamist: laenuvõtja motivatsioon tuleb suunata laenu kättesaamiselt ümber laenuriske maandavaks käitumiseks.**

Ajendatuna soovist saada suurt kasumit ka praeguste madalate intresside korral, on pangad uudse arenguna suunanud oma tähelepanu kõrgema riskisusega turgudele. Kas madalate riskimarginaalide toel riskantsematele turgudele sisenemine ka loodetavat tulu hakkab tootma, see selgub kaugemas tulevikus.