

SISUKOKKUVÕTE

■ Makromajanduslik ja väliskeskkond

Kuigi turuosaliselid olid oma riskihinnangutes juba mõnda aega varem arvestanud Eesti kui tulevase ELi liikmesriigiga, oli 1. mai 2004 siiski oluliseks teetähiseks, mis märkis uue ajajärgu algust Eesti majandusruumis. Koos poliitilise integratsiooniga sai uue hoo ja tähenduse ka majandusintegratsiooni süvenemine. **Liitumisega kaasnenud usaldusväärse kasvu** andis tunnistust ka rahaturuintresside marginaalide veelkordne alanemine tasemele, kus keskmine erinevus Eesti ja euroala intressimäärades on alla 30 baaspunkti.

2004. aasta jooksul maailmamajanduses toimunud areng on üldjuhul toetanud Eesti makromajandust ja finantssektorit. Tänu paranenud välisnõudlusele ning püsivalt tugevale sisenõudlusele on **ettevõtete käibenäitajad olnud head ning kasumite kasv eelmiste aastatega võrreldes kiirenenud**. Sellest on võitnud ka majapidamised – tööturu olukord on aeglaselt, kuid kindlalt paranenud, mida märgib tööhõive kasv ja tööpuuduse vähenemine. Positiivset ettevaadet toetavad ka paranenud hinnangud nii ettevõtete kui majapidamiste kindlustundele.

Kuigi aastataguse perioodiga võrreldes on maailmamajanduse koondkasvu peegeldavad näitajad oluliselt paranenud, on Euroopa majandusaktiivsuse taastumine jäänud siiski võrdlemisi tagasihoidlikuks. Selle taustal **ei ole 2005. aasta jooksul euroalal oodata märkimisväärset intressimäära tõusu**.

Väliskeskkonna peamine ebakindluse allikas on Euroopa majanduse kasvukiiruse taastumine. Eesti majanduse seisukohalt saab Euroopa majanduse ootuspärase kasvukiiruse taastudes küsida, kas siinne majandus on piisavalt konkurentsivõimeline, et sellest kasu lõigata. Euroopa majanduse kasvukiiruse oodatust aeglasema taastumise või languse korral aga võib kahtluse alla seada nii mõnegi viimasel ajal tehtud investeeringu tasuvuse.

■ Ettevõtete finantskäitumine ja riskid

Ettevõtete võla kasvutempo, mille kõrghetked jäid 2003. a esimesse poolaastasse, on hakanud aeglustuma. Samalaadsed arengutendentsid on ilmnenud ka enamikus ELi 15 vanemas liikmesriigis, kus alanevad intressimarginaalid on aidanud parandada ettevõtete bilansse ning ühtlasi vähendanud võlakooormust. Eesti ettevõtete puhul on ilmnenud selge trend, kus paranenud laenuitingimused on kaasa toonud kodumaise pangalaenu ja liisingu ennakkasvu välismaise võla ees. Kui kodumaine võlg on viimase poole aasta jooksul kasvanud keskmiselt 25%se kasvutempoga, siis välismaise võla kasv taandus 2004. a keskel 9%ni. Nii kodu- kui välismaise võla kõrval on jõudsalt suurenenud ka välismaised omakapitali vormis tehtud investeeringud (eriti kinnisvara ja ehituse sektoris).

Viimasele kahele aastale iseloomulikult on (kodumaise) laenuportfelli kasv olnud endiselt keskmisest kiirem peamiselt sisenõudlusele orienteeritud harudes (kaubandus, kinnisvara). Samas on alates 2003. a lõpust hakanud kodumaisel turul märgatavalt aktiivsemalt vahendeid kaasama veondus- ja sideseptori ettevõtted, kelle kõrgeid kasvunäitajaid võimendavad statistiliselt üksikute suurte ettevõtete suured laenuprojektid.

Ettevõtete kodumaise võla kiiret kasvu soodustanud **laenuintress** on pankadevahelise konkurentsi tulemusena märkimisväärselt alanenud. Euroopa kontekstis on Eesti ettevõtted valdavalt väikesed või keskmise suurusega, kelle jaoks intressimarginaalid arenenud Euroopa riikides on reeglina kõrgemad. Samas võib pankadevahelise konkurentsi jätkumisel Eesti kitsal turul oodata laenuintresside mõningast alanemist ka edaspidi.

Kommertskinnisvara riskide osas on hinnang võrreldes poole aasta taguse perioodiga positiivsem, sest kartused büroopindade vakantsuse hüppelise kasvu osas ei ole praeguse majandusaktiivsuse juures

realiseerunud. Kaubanduspindade arendamine on liikunud suurtelt kaubanduskeskustelt väiksematele pindadele.

■ Majapidamiste finantskäitumine ja riskid

Majapidamiste **finantsvarade ja -kohustuste netopositsioon** on halvenenud jätkuvalt kiirenevas tempos. **Hoiuste** aastakasv, mis on rohkem kui kolme aasta jooksul pidevalt vähenenud, pöördus 2004. aastal väikeseks tõusuks. Viimast arengut ei saa samas põhjendada majapidamiste käitumises toimunud muutustega, pigem viitab see sissetulekute stabiilse kasvu juures puuduvatele alternatiivsetele säästuvõimalustele. Peamiste alternatiivsete säästustrumentidena on viimastel aastatel olnud kõne all eelkõige kas "sukasäär" (vastavalt EMORi uuringule) või kinnisvarainvesteering. Kuigi kinnisvaraturu hinnad on viimastel aastatel võimsalt tõusnud, ei pruugi kinnisvarainvesteering edaspidi siiski finantsinvesteeringust paremat tulumäära (riskiga või teenindamiskuluga kohandatut) pakkuda. Hoiuste kasvukiirust mõjutavad järgnevatel aastatel eelkõige kerkinud laenukohustused, raha kogumine pensionisammastesse ning madal intressitase.

Majapidamiste laenuõudlus on viimase poole aasta jooksul olnud väga tugev. **Eluasemelaenude aastakasvu** tempo püsis 55% lähedal peaaegu kaks aastat, kuid on alates 2004. a maikuust (tänu kerkinud baastasemele) hakanud aeglaselt, kuid kindlalt alanema, jõudes septembri lõpuks alla 50% taseme. Uute eluasemelaenude intressid jätkasid alanemist ka 2004. aastal ning stabiliseerusid septembris 4,2% juures. Erinevus euroala vastava intressitasemega võrreldes on seega aastaga kahanenud ligi kaks korda, olles praeguseks hinnanguliselt 70 kuni 80 baaspunkti võrra kõrgem. **Tarbimislaenude** turul peavad pangad konkureerima kaupluste pakutavate soodsate järelmaksuskeemidega, mistõttu järsku kasvu kiirenemist selles turusegmendis järgnevatel aastatel ei ole oodata.

Kui tugineda pankade viivislaenude statistikale, siis majapidamiste **laenuteenindamises** ei ole seni suuremaid tõrkeid esinenud. Eluasemelaenuportfell paistab silma suhteliselt hea kvaliteediga. Võrreldes aga näiteks Skandinaavia riikidega on meie perede laenukoormus laenuteenindamise mõttes kerkinud siiski juba suhteliselt kõrgele tasemele, mis võib kätkeada endas potentsiaalseid riske nii makromajandusele kui ka finantsstabiilsusele. Kuigi lähiajal ei ole oodata intressitõusu, tuleb pikemas vaates siiski silmas pidada seda, et Eesti majapidamiste intressitundlikkus on suhteliselt kõrge – ligikaudu 98% Eesti eluasemelaenulepinguist on sõlmitud ujuva intressimääraga.

■ Pangasektor

Konkurents pangandusturul on jätkanud tihenemist. Lisaks Läti Pareks Bankale sisenes Eesti pangandusturule Saksa Vereins- und Westbank AG Tallinna filiaal. Kuna kohalikul pangandus- ja liisinguturul teenitavate kasumite kasv on pidurdumas, siis **kasumlikkuse** säilitamiseks on Eesti pangad jätkanud võimaluste otsimist oma tegevuse laiendamiseks naaberriikide turgudele.

Kuigi pangad on suutnud hinnavahe langust ohjata, viitab konkurentsi tihenemine koduturul intressidest ja teenustasudest teenitavate tulude pingestumisele. Intressikulude edasise alandamise võimalused on välisrahastamise hinna languse pidurdumise tõttu ammendumas ja seda hoolimata välisusalduse kasvuga koos toimunud turupõhise ressursi osakaalu suurenemisest. Seega kui hinnavahe langus lähiperspektiivis jätkub, kaasneb sellega pankade kahjumikandmise võimaluste (puhvrite) vähenemine.

Pankade kapitaliseeritus on püsinud jätkuvalt heal tasemel – konsolideerimisgruppide kapitali adekvaatsuse näitajad on pidevalt ületanud 11%. Edasine kiire laenukasv ja intressimarginaalide alanemisest tulenevad raskused kasumlikkuse säilitamisel võivad aga viia pankade kapitalipuhvrid minimaalsele tasemele. Samas on soodsa intressikeskkonna ja sellega kaasneva kiire laenukasvu tingimustes pankade **laenukvaliteedi näitajad** olnud head.

Karmis konkrentsis turuosa eest võitlevad pangad on **finantseerimisportfelli** jõulist kasvu rahastanud turupõhise ressursi ulatuslikuma kaasamise teel, mis tingib kohustuste suurema sõltuvuse välisinvestorite hoiakutest Eesti majanduse arengu suhtes. Selle tasakaalustamiseks on pangad läinud üle paindlikumale likviidsusjuhtimisele, asendades võlakirju likviidsetes varades hoiuste ja pöördrepodega. Teisisõnu kasvatavad need suundumused pangandussektori tundlikkust väliskeskkonnast tulenevale intressi- ja likviidsusriskile, esitades kõrgemaid nõudmisi pankade sisemisele riskijuhtimisele.

■ Väärtpaberiturg ja muud finantsvahendajad

Võlakirjaturu arengut iseloomustavad jätkuvalt tagasihoidlik uute emissioonide maht ja mõõdukad käibed järelturul. Mitteresidentide võlakirjade emissioonide mahu kahanemise taustal on sagenenud võlakirjade emiteerimine kohalike finants- ja erasektori ettevõtete poolt.

Käsilähes teiste kiirelt kasvavate ELi uute liikmesriikide börsidega on jätkunud **aktsiahindade** tõus Tallinna Börsil (2004. a esimese üheksa kuu jooksul 27%). Väärtpaberitega kauplemine oli aktiivsem eelkõige ELiga liitumise eelsetel kuudel; suvise mõõduka kauplemisperioodi järgselt on börs sügiseks taas saavutamas uusi hinna- ja käiberekordeid, mille tulemusena on kaubeldavate aktsiate turuväärtus aasta jooksul kasvanud 44%ni SKT¹ suhtes.

Väärtpaberituru edasist arengut mõjutavad jätkuv lõimumine Põhja- ja teiste Baltimaade turgudega ning uute võlakirjade ja aktsiate võimalik noteerimine Tallinna Börsil.

Kooskõlas reaalsektori finantssäästu kahanemisega on jätkunud **investeeringufondide** varade kasvu aeglustumine. Kesk- ja Ida-Euroopa börside kiirest tõusust ja teiste turgude taastumisest tulenenud tootluse kasv on suurendanud huvi aktsiainvesteeringute vastu ja viinud aktsiafondide mahu aasta tagusega võrreldes enam kui kahekordseks. Stabiilse kasvuga **pensionisüsteemi** teise samba fondide maht ületas septembris kahe miljardi künnise ning 400 000 liitunu piiri. Lisaks pensionisüsteemi teise samba investeeringutele etendavad majapidamiste säästudes üha suuremat rolli vabatahtlikku pensionikindlustusse tehtud sissemaksed, moodustades ligikaudu 11% eraisikute finantssäästudest.

Kindlustusturu positiivne areng tulenes sisenõudluse kasvust, sh aktiveerunud kinnisvaraturust ja edukast automüügist, ning vabatahtliku pensionikindlustuse levikust. Aktiivselt pensionisüsteemi kolmanda samba tooteid müües on elukindlustussektoris oma turuosa kasvanud pankadega seotud kindlustusseltsid.

■ Maksesüsteemid

Süsteemselt olulised maksesüsteemid on järelevaataja hinnangul toiminud vastavalt neile seatud nõuetele ning nende toimimises ei ole täheldatud riske, mis kujutaks ohtu finantsstabiilsusele. Vastavalt eelmises maksesüsteemide järelevaataja hinnangus toodud ettepanekule on Eesti Panga hallatavate arveldussüsteemide ligipääsu reguleerivaid õigusakte täiendatud ja need on muudetud avalikkusele kättesaadavaks.

2004. aastal ei toimunud **maksekeskkonnas** suuri muutusi. Seda ajavahemikku iseloomustavad eelnevatel aastatel väljakujunenud trendid. Eestis tegutsevate krediitiasutuste positsioon eraisikute igapäevaelus on tugevnenud. Pangaklientide rahuldavaks teenindamiseks välja arendatud pangakontorite ja elektroonsete maksekanalite võrk on saavutanud turunõudlust rahuldava taseme. Otsekorralduste populaarsus kasvab, sest selle makseviisi kasutamine on mugav ja lihtne.

¹ Varasemates Finantsstabiilsuse Ülevaadetes on kasutatud terminit "sisemajanduse koguprodukt" (SKP), kuid terminoloogide soovitusi ja viimase aja praktikast arvestades on siin ja edaspidi kasutusel termin "sisemajanduse kogutoodang" (SKT).

Eesti maksekeskkond sarnaneb kasutatavate makseviiside struktuuri osas Põhjamaade omaga. Euroopa Liiduga liitumise hetkest odavnesid makse algatajale eurodes nomineeritud siseriiklike ja ELi siseste välismaksete teenustasud.

■ Kokkuvõte ja finantsstabiilsuse riskid

Üldine hinnang praegusele finantsstabiilsusele on hea, sest majanduskeskkonna paranemine ning head väljavaated majanduskasvuks kindlustavad nii ettevõtetele kui ka majapidamistele piisava võime täita võetud laenukohustusi.

Majapidamiste **laenukasvu tempo** kõrgeim tase jäi 2004. aasta keskpaika ning edasiseks võib prognoosida kasvutempo alanemist. Ühelt poolt tugev kindlustunne ja teiselt poolt pankade agressiivne käitumine laenuturul süstib siiski jätkuvalt optimismi finantskohustuste kaasamiseks.

Kuigi laenukasvutempo alaneb ja praegune majanduskeskkond toetab laenuteenindamist, on kerkinud võlakooormuse juures siiski kohane pöörata tähelepanu **võimalikele riskidele**.

Pikemas perspektiivis aitaks tõsiseid **makromajanduslikke probleeme** vältida laenukasvu vähenemine. Nõudluse vähenemine võib lõõgi alla seada ettevõtete kasvuväljavaated, mis omakorda võib kaasa tuua tööturuolukorra halvenemise ja lõpuks ka laenuklientide makseraskuste suurenemise. Seda enam tuleks reaalsektori finantsotsustes rohkem tähtsustada finantspuhvrite loomist (eelkõige pangahoiused) võimalike tulevaste laenuteenindamise raskuste tasandamiseks.

Teine pikema perspektiivi risk on seotud olukorraga kui pangad kõrge kasumlikkuse säilitamise eesmärgil suunduvad riskantsematesse sektoritesse. Selle tulemusena suureneb oht, et oodatust kehvemas majanduskeskkonnas osutub klientide suurema riskisusega projektide riskipreemia liialt madalaks ning vajalikke kapitalipuhvraid alahinnatakse.

Juhul kui laenude kasvutempo ei aeglustu ning olulisi muutusi säästmiskäitumises aset ei leia, siis kasvav võlakohustuste maht ning sellega kaasnev suurem koormus selle teenindamisel võib pärssida sisenõudluse kasvu tulevikus ja vähendada seeläbi majanduse kasvupotentsiaali.