

SISUKOKKUVÕTE

■ Makromajanduslik ja väliskeskond

Poolteist aastat Euroopa Liidu liikmelisust on Eesti majandusarengut täiendavalt toetanud. Vaatamata 2004. aasta teises pooles alanud majandusaktiivsuse pidurdumisele suuremates majanduspiirkondades, paistavad Eesti ettevõtted silma **heade eksporditulemustega, mis toetasid majanduskasvu kiirenemist ning aitasid kaasa välistasakaalu paranemisele**. Eratarbimise suhteliselt jõuline kasv ning (kinnisvara)investeeringute suurenemine peegeldab ka kodumaisele turule orienteeritud ettevõtete jaoks soodsa nõudluskeskkonna püsimist.

Ettevõtete müüginäitajate paranemine 2005. aasta esimesel poolel tõi kaasa **kasumlikkuse kasvu**. Kasum oli keskmisest suurem kiiresti arenevas kinnisvarasektoris. Nii nagu ettevõtete suhteliselt positiivsed ootused tuleviku suhtes, on suurenenud ka majapidamiste kindlustunne. Seda varjutas aga hinnakasvuootuste suurenemine seoses 2005. aastal aset leidnud kütusehindade tõusuga. Positiivselt mõjutas majanduskasvu tööturu areng ning majapidamiste sissetulekute kiire kasv ja suurenenud säästmisvõime.

Kiire majanduskasvu finantseerimisel oli oluline roll kodumaisel finantssektoril, mis sai tänu euroala püsivalt madalatele intressimääradele vahendada ettevõtetele ja majapidamistele ressursse väga soodsatel tingimustel. Kuna 2006. aastal on oodata euroala majanduskasvu väljavaadete paranemist, siis **suurenevad tõenäoliselt ka euroala intressimäärad**, mis mõjutab paratamatult Eesti ettevõtete ja majapidamiste intressimakseid.

■ Ettevõtete finantskäitumine ja riskid

Ettevõtete suurem kasumlikkus kajastus finantsvarade kiiremas kasvus. Positiivne tulevikuvaade väljendus ka kasvanud investeeringunõudluses, mis hoogustas võlakasvu. **Ettevõtete võla kasvutempo** hakkas 2005. aastal kiirenema, jõudes aasta keskpaigaks 22%ni. Võlakasvus mängis võtmerolli positiivne meelestatus kinnisvaraturul, kus nõudlus uute kommerts- ja eluasemepindade järele on märkimisväärselt suurendanud eelkõige kodumaiste finantsvahendajate finantseerimisportfelle. Samal ajal kahanes jätkuvalt välisvõla osakaal. Lähiperioodil võib oodata viimase aasta trendide jätkumist, kuigi intressimäärade oodatav tõus võib hakata pärssima suurema nõudluse positiivset mõju ettevõtete kasumimarginaalile.

■ Majapidamiste finantskäitumine ja riskid

2005. aasta kevad- ja suvekuudel hakkas **majapidamiste võla kasvutempo** taas kiirenema, mistõttu finantsvarade ja -kohustuste netopositsioon halvenes veelgi. Seda pehendas mõnevõrra majapidamiste **säästmisvõime paranemine**: hoiuste kasvutempo jõudis 2005. aasta septembris viimase nelja aasta kõrgeima tasemeni. Pangahoiuste kõrval on jõudsalt kasvanud ka pensionisääst, mille suhe hoiustesse kerkis septembri lõpuks 18%ni.

Eluasemelaenu püsis väga aktiivne kogu suveperioodil. Eluasemelaenu kasvutempo jõudis septembri lõpuks viimaste aastate kõrgeima näitajani (57%), milles oli oma osa nii uutel turulesisenejatel kui ka senistel laenuklientidel. Kuigi eluasemelaenu võtnud majapidamiste hulk on viimase aasta jooksul märgatavalt suurenenud, ulatudes 16%ni majapidamiste arvust, ei ole see rahvusvahelises võrdluses siiski veel kõrge näitaja. Pikemas perspektiivis on seega potentsiaali eluasemelaenu kasvuks. Lühema aja jooksul jäävad laenupakumist mõjutama pankade aktiivsed müügikampaaniad, samas kui majapidamiste laenukavatsused ei ole eelmise aastaga võrreldes oluliselt muutunud.

Eluasemelaenu nõudlust võib hakata piirama kinnisvarahindade kõrge tase. Viimase kahe aasta jooksul on eluasemehinnad Eestis kasvanud sissetulekutest oluliselt kiiremini, mis on toonud kaasa **eluasemete ülehinnatuse**. Majapidamised käsitlevad kinnisvarainvesteeringut üha sagedamini kui üht alternatiivset säästmisvormi ning suurenenud on spekulatiivse iseloomuga kinnisvarainvesteeringud, st eluaseme soetamine spekulatiivsel (sh väljaüürimise) eesmärgil. Kuna üürihinnad on ostu-müügihindade suhtes alanenud ning üüriturul valitseb pigem ülepakkumine, siis sõltub investorite võimalikest likviidsuspiirangutest, kas võetud risk tasub end ka lühiajaliselt ära.

Väga ekspansiivse eluasemelaenuturu kõrval on majapidamiste muud laenu kasvanud eelmiste aastate tempos. Kuna suurenenud sissetulekute tõttu soetatakse kestvuskaupu järelmaksuga aina vähem, kasvab tarbimislähenemine lähiaastail eelkõige krediitkaartide ja autoliisingu aktiivsema kasutamise tõttu.

■ Pangasektor

Pangandusturul on jätkunud tihed konkurents, mis on peamiselt avaldunud nii agressiivsetes laenu-pakkumiskampaaniates kui laenuintressimarginaalide alandamises. See on üleval hoidnud klientide huvi laenamise vastu ning aidanud pankadel oluliselt suurendada oma finantseerimisportfelle. Seni on pankade laenukvaliteet olnud hea; samas on raamatupidamis põhimõtete muudatuste mõjul vähenenud nõuete allahindluse mahu suhe koondlaenuportfelli.

Pankade kapitaliseerituse taset on riskivarade kiire kasvu juures toetanud suuremate pankade otsused loobuda 2005. aastal dividendide maksimisest ning jätta kogu eelmise aasta kasum omavahendite koosseisu.

Pankade kapitalipuhvrite hindamisel tuleb aga jätkuvalt silmas pidada senist soodsat majanduskeskkonda ning sellest tulenevalt klientide suhteliselt head laenu teenindamisvõimet. Pankade nõuete ennetav allahindlus on samal ajal vähenenud. Majanduskeskkonna muutus võib samas tuua kaasa laenukahjumite kasvu. Kui pangad peaksid kasumlikkuse säilitamiseks suurendama kõrgema riskisusega varade/tegevuste osakaalu, on oluline, et riskisuse kasv kajastuks kohaselt ka pankade kapitalipuhvrites.

Kiire laenukasvu juures on pangasektori likviidsete varade osakaal vähenenud. Samas on välismaiste institutsionaalsete ressursside osakaal kohustustes püsinud 40% tasemel. Likviidsete varade vähenemine ja lühiajaliste kohustuste osatähtsuse võimalik tõus suuremates pankades tähendab kõrgemat likviidsus-riski, mistõttu siinsed pangad sõltuksid aina rohkem emapankade otsustest ning rahvusvahelistest turutingimustest.

Netointressimarginaali jätkuv langus ja piiratud võimalused teenustasutulu suurendamiseks on muutnud tuluteenimise pangasektorile varasemast keerulisemaks. Sellele vaatamata suudeti tulukust kasvatada tänu varade jätkuvalt heale kvaliteedile, administratiivkulude kontrollimisele ning rahvusvaheliste finantsaruandluse standardite rakendamise tingitud ja kasumlikkusele ajutist mõju avaldavatele arvestuslikele muudatustele.

Majandusprognoosi põhjal on **väljavaated pankade tulukuse säilimiseks head**, kuigi Euroopa Keskpanga rahapoliitiliste intressimäärade tõus võib laenu nõudlust vaigistada, pidurdades ka pankade tulude tõusu. Teisest küljest võimaldab rahapoliitiliste intressimäärade tõus hoida ressursikulusid mõnda aega madalatenä, kui viivitada hoiuseintresside tõstmisega, ning toetada nii kasumlikkust.

■ Väärtpaberiturg ja muud finantsvahendajad

Kodumaiste **võlakirjade turg** on ekspansiivse keskkonna mõjul oluliselt elavnenu. Esmasturu ja kapitalisatsiooni mahu kasvu toetas residentide, eelkõige reaalsektori ettevõtete emissioonide mahu suurenemine. Järelturg aga laienes mitteresidentide võlaväärtpaberite käibe hoogsat kasvu tagajärjel.

Sellele aitas omakorda kaasa ühtse Balti turu teke ning võimalused kaubelda piiriülevalt Lätis ja Leedus registreeritud väärtpaberitega.

Aktsiaturg aktiveerus kevadel, kui börsi liiderettevõtte Hansapanga strateegiline omanik Swedbank tegi pakkumise panga ülevõtmiseks. Lisaks toimusid suvel börsil üle mitme aasta taas aktsiate esmaemissioonid, mis elavdasid turgu veelgi. Börsiindeks TALSE¹ saavutas oktoobri algul 700 punktiga oma tipptaseme ja indeksi aastakasv ulatus 90%ni. Pärast Hansapanga ülevõtmist muutus oluliselt börsil noteeritud aktsiatesse investeerinute struktuur. Kevadel läbi aegade maksimaalset 84%st osakaalu omanud mitteresidentide osatähtsus langes sügiseks 59%ni börsiettevõtete turuväärtusest.

Arenevate turgude tempoka kasvu ning madalate baasintressimäärade tõttu kiirenes märkimisväärselt mitu aastat väldanud **investeerimisfondide** varade kasv, millest lõviosa langes aktsiafondide varade mitmekordistumise arvele. Ida-Euroopa ja Venemaa turgude kui kasumlike investeerimispiirkondade areng viimasel poolaastal tõi kaasa välisvarade osakaalu tõusu kolmveerandini Eestis registreeritud fondide varadest. Stabiilselt suureneva **pensionisüsteemi** teise samba fondide maht ületas 4 miljardi krooni piiri, mida tulevikus hakkab uute liitujate sissemaksetest oluliselt enam suurendama juba liitunud isikute palgakasv. Kohustusliku kogumispensioni investeringute kõrval moodustavad majapidamiste säästudes üha suurema osa vabatahtliku pensionikindlustussüsteemi tehtud sissemaksed.

Kindlustusturu positiivne areng tulenes peamiselt kinnisvaraturu aktiveerumisest, vabatahtliku pensionikindlustuse levikust ja sõidukite edukast müügist eraisikutele. Elukindlusturu kasv on selle toel oluliselt kiirenenud; ka kahjukindlustusturg jätkab ühtlast kasvu.

■ Maksesüsteemid

Järelevaataja seisukohast ei tulnud Eestis toimivates maksesüsteemides ette selliseid juhtumeid, mis oleksid ohustanud finantsstabiilsust.

2005. aasta 3. oktoobrist käivitus endise jaemaksete arveldussüsteemi (DNS) uuendatud versioon ESTA (Eesti Panga Tavamaksete Arveldussüsteem), mis avardab väikepankade võimalusi ning aitab suurendada konkurentsi pangandusturul. Lähitulevikus oleks otstarbekas rakendada ka pankadevahelist otsekorraldusteenust. Kaardipettuste tõkestamiseks on Pankade Kaardikeskus koos pankadega alustanud kaarditehingute keskkonna turvalisemaks muutmist. Selle käigus minnakse üle EMV standardil² põhinevate protsessorkaarte toetavate makseterminalide kasutamisele.

Maksekeskkond on arenenud stabiilselt ja ootuspäraselt, järgides viimastele aastatele iseloomulikke trende. Mis puudutab sissetulekute saamisviise ja regulaarmaksete tegemist, siis sularahale eelistatakse aina rohkem kontorahaga arveldamist – aastaga on 6-7% leibkondadest loobunud ainult sularahas arveldamisest.

■ Kokkuvõte ja finantsstabiilsuse riskid

Üldine hinnang praegusele finantsstabiilsusele on hea, kuid laenamisega seotud riskide kuhjumine tulevikku muudab majanduse senisest haavatavamaks. Viimaste aastate makromajanduse positiivsest arengust lähtuv optimism on soodustanud laenuturu ekspansiivset arengut, mis omakorda suurendab ohtu, et nii ettevõtted, majapidamised kui ka finantssektor on laenuvõtjate laenuteenindamisvõimet tulevikus ülehinnanud ning riske alahinnanud.

¹ Alates 3. oktoobrist 2005 on Tallinna Börsi indeksi (TALSE) uus nimetus OMX Tallinn (OMXT).

² Nimi tuleneb rahvusvaheliste kaardiorganisatsioonide Eurocard, Mastercard ja Visa esitähedest.

Majapidamiste laenukasvus on olulist rolli mänginud paremad laenuitingimused. Konkurentsi survele on pikenenud laenu tähtsused ja alanenud intressimarginaalid. Saavutatud taseme juures ei saa laenuitingimused enam kuigivõrd paraneda, mistõttu **laenu nõudlus hakkab tulevikus rohkem sõltuma sissetulekute suurenemisest ja kasvootustest.**

Eluasemeturu ülehinnatus kätkeb endas riske, mida põhjustavad võimalikud valeotsused või ebaõiged otsused seniste trendide jätkumise suhtes. Kuna praegustest veel soodsamaid laenuitingimusi on raske ette näha, siis võib erinevus kinnisvarahindade ja majapidamiste sissetulekute taseme vahel hakata vähenema. Selle tulemusena võib kinnisvarahindade kasv sissetulekute kasvu suhtes aeglustuda ning seejärel ühtlustuda. Laenu toel ning ka kasumi teenimise eesmärgil kinnisvara soetamine on seega spekulatiivse iseloomuga investering, mille tasuvus võib jääda oodatust nõrgemaks.

Pankade laenuportfellide hea kvaliteet näitab, et **makromajanduslik keskkond on olnud laenuvõtjatele soodne.** Kuigi majapidamiste sektori intressikoormus kasutatava tulu suhtes on eluasemelaeenuturu kasvades suurenenud, ei ole mikrotasandil seni ilmnenuid suuremaid probleeme laenu teenindamisel. Samas ei ole aga kiire laenukasvu mõjusid testitud kehvemates majandusoludes, st puudub kogemus, kui paindlik on laenuvõtjate finantskäitumine. Arvestades siinsete laenuvõtjate vähest finantsvara suhteliselt suurte finantskohustustega võrreldes, ei saa finantskäitumine väga paindlik olla. Seetõttu ei saa välistada, et laenuvõtjad ja -andjad on alahinnanud oma riskide maandamiseks vajalikke puhvreid.

Pankade edasise eduka toimimise seisukohalt on esmatähtis, et pangad säilitaksid konkurentsisurvele vaatamata kohase konservatiivsuse nii laenuvõtja tulevase maksevõime kui ka tagatise turuväärtuse (sh kinnisvarahindade) hindamisel. Laenu kvaliteedi puhul on oluline, et ei hinnataks üksnes tagatise piisavust, vaid ka kliendi maksevõimet.

Pankade praegune kapitaliseeritus vastab kehtestatud nõuetele. Käesoleval aastal tehtud muudatus pankade raamatupidamis põhimõtetes ei võimalda potentsiaalsete laenukahjumite katteks üld- ja ettevaatavate provisjonide tegemist. Seetõttu on oluline, et majandusüksust sõltuv kasum säilitataks riskivaruna omakapitalis, mis peab olema tegemata provisjonide võrra varasemast kõrgem.

Majanduse tihe lõimumine rahvusvaheliste turgudega on toonud kaasa selle, et üha vähem on finantsstabiilsust kujundavaid tegureid võimalik piiritleda ühe riigi majandusotsustega. Eesti majanduse rahastamismaht ja laenukasvu kiirus sõltuvad eelkõige Põhjamaade finantsgruppide otsustest. Kuna viimastel aastatel kiiresti arenenud Balti riikide laenu turg on suutnud pakkuda head tootluse-riski kombinatsiooni, siis pakkumispoolseid piiranguid laenukasvule praktiliselt ei ole. Samas ei pruugi Eestis esindatud äriüksustel olla majanduse võimaliku madalseisu korral piisavaid reserve probleemidega toimetulekuks, kuna riskijuhtimine ja otsuste tegemine finantsvahendajate grupi tasandil on hägustanud Eesti üksuste riskide katteks hoitavate puhvrite olemasolu ning nende puhvrite võimalik kasutamine lähtub üksnes vastava finantsgrupi kitsast ärihuvist. Riigi finantsstabiilsuse tagamise seisukohalt oleks aga kindlasti turvalisem, kui riskide võtmine ja nendega seotud puhvrite hoidmine oleks omavahel kooskõlas.