

# SISUKOKKUVÕTE

## MAKROMAJANDUSLIK JA VÄLISKESKKOND

Maailmamajanduse kasvutempo püsis kiire nii 2005. aastal kui ka 2006. aasta esimestel kuudel. Koos naftahinna kiirest tõusust tingitud hinnasurvetega kujunesid seega eeldused **karmima intressipoliitika rakendamiseks euroalal**. Alates 2003. aastast madalana püsinud euroala rahaturu intressimäärad tõusid 2006. aasta kevadeks 70–90 baaspunkti võrra. Rahvusvahelised finantsturud ootavad mööduka intressitõusu jätkumist lähikuudel.

Tänu tugevale välisnõudlusele ja soodsale rahvusvahelisele likviidsuskeskkonnale hoogustus ka **Eesti majanduskasv**. Reaalse SKP kasv oli 2005. aastal 9,8%, kusjuures aasta lõpus ning 2006. aasta alguses ületas see 10% taset. Tõenäoliselt on nii kõrged kasvunäitajad märk seekordse majandustsükli tipu ehk maksimaalse kasvukiiruse saavutamisest ning lähiaastail on majanduse reaalkasv keskmiselt 7–8%.

Kasvanud välisnõudluse ja jätkuvalt tugeva sisenõudluse toel suurenes 2005. aastal märkimisväärselt Eesti ettevõtete käive ja paranes kasumlikkus. Keskmisest paremaid tulemusi saavutasid kinnisvara- ja ehitusettevõtted; käive kasvas väga kiiresti ka kaubanduses. Majapidamiste kindlustunne saavutas 2005. aasta lõpus viimaste aastate kõrgeima taseme. Seda toetasid tööturu jätkuvalt positiivne areng ning sissetulekute kiire kasv koos paranenud säästmisvõimega.

## ETTEVÕTETE FINANTSKÄITUMINE JA RISKID

Tänu **hoiuste** kasvu kiirenemisele kasvasid 2005. aasta viimases kvartalis ka ettevõtete netofinantsvarad. Kuigi Euroopa riikide võrdluses on Eesti ettevõtete netofinantsvarad SKP suhtes keskmisel tasemel, on viimastel aastatel toimunud võlakooormuse kiire kasvu tõttu netofinantspositsioon Eestis siiski palju rohkem halvenenud.

Ettevõtete **võla kasvutempo** hakkas 2005. aastal kiirenema ja jõudis aasta lõpuks 26%ni. Selle peamine põhjus oli erakordselt tugev investeringunõudlus kinnisvarasektoris, mille rahastamiseks suunati 43% kogu ettevõtlussektorile 2005. aastal antud laenudest. Lisaks kinnisvarasektorile tegelesid kasumliku kinnisvaraarendusega ka teiste majandusharude ettevõtted, kuigi tõenäoliselt oli valdav osa kinnisvarainvesteeringutest seotud siiski vastavate ettevõtete põhitegevuse laiendamisega.

## MAJAPIDAMISTE FINANTSKÄITUMINE JA RISKID

Majapidamiste võla kiire kasvu tõttu 2005. aastal halvenes netofinantspositsioon 17%ni SKPst. Samas suurenesid siiski märgatavalt ka finantsvarad, isearanis hoiused. Euroopa riikidega võrreldes olid Eesti majapidamiste netofinantsvarad SKP suhtes 2004. aasta lõpu seisuga kõige väiksemad ning nii nagu ettevõtete puhul, halvenes ka majapidamiste netofinantspositsioon SKP suhtes Eestis kõige tuntavamalt.

Majapidamiste **võla kasvutempo** on alates 2005. aasta keskpaigast igal järjestikusel kuul jõudnud uue rekordtasemeni. 2006. aasta märtsis ületas laenukasv juba 62%. Väga aktiivne on olnud eluasemelaenu turu, kus kasvutempo tõusis 65%ni. Eluasemelaenu kasvus mängis suurt rolli kinnisvarahindade tõus, samas kui uute laenu arvu kasv pigem aeglustus, osaliselt sesoonsetel põhjustel.

**Eluasemeturul** ületas nõudlus tunduvalt pakkumist, mistõttu hinnad ja tehingute mahud kasvasid 2005. aasta teisel poolel rekordiliselt. Kiire hinnakasvu tõttu vähenes pakkumine järjekordse hinnalae ootuses veelgi, mis omakorda avaldas hindadele suuremat survet. Nõnda kerkis eluhoonete ja -ruumidega tehtud notariaalsete kinnisvaratehingute keskmine väärtus 2005. aasta teisel poolel 41% võrreldes 2004. aasta sama perioodiga (2005. aasta esimesel poolel 24%). 2006. aasta alguses oli aga juba mõningaid märke stabiliseerumisest.

Lisaks eluasemelaenudele on väga kiiresti kasvanud ka muud laenud. Kuigi **tarbimislaenude** kiire kasvutempo (125%) on suuresti seletatav madala baastasemega, kajastab see siiski selgelt selle turusegmenti hoogsat arengut. Hüpoteegi üha sagedasem kasutamine tarbimislaenu tagatisena viitab sellele, et majapidamised on hakanud osa kogutud rikkusest suunama tarbimisse.

Võlakoormuse kasv oli majapidamiste laenukasvust suuremgi. Majapidamiste võlg kasutatava tulu ja SKP suhtes kerkis 2006. aasta märtsi lõpuks aastaga vastavalt 15 ja 9,5 protsendipunkti võrra. Sellise kasvutempoga oli Eesti Euroopa üks kiirema finants-süvenemise riike.

## PANGATURG

Tihe konkurents pangaturul jätkus ning lisandus ka uusi turuosalisi. Pankade **laenuportfellide kvaliteet** on viimase kahe kvartali jooksul püsinud hea nii pankade kui pangagruppide arvestuses. Edasise arengu osas on oluline, et pangad jääksid laene väljastades konservatiivseks. Konservatiivne riskijuhtimine eeldab, et pangad arvestaksid kinnisvaratagatisel antavate laenude puhul tagatist hinnates kinnisvara kiirenevat hinnakasvu.

Kuigi arvestuslikud riskivarad kasvasid kiiresti, muu hulgas eluasemelaenude riskikaalu käsitleva määruse muudatuse tõttu, suurenes **pankade kapitaliseeritus**, kuna pangad arvasid omavahendite hulka kasumeid ning kaasasid täiendavaid allutatud kohustusi emapankadelt. Määrusemuudatus ei ole seni toonud kaasa laenuportfellide aeglasemat kasvu.

Pangasektori **rahastamisel** oli suur roll kiiresti kasvanud kliendihoiustel. Seetõttu ei tõusnud institutsionaalse välislaenamise osakaal kogukohustustes aktiivsest laenamisest hoolimata kuigivõrd, püsid 42,5% tasemel. Põhjamaades asuvate emapankade ressursi osatähtsus pangasektori rahastamisstruktuuris tõusis veelgi. Tingituna senisest paremast juurdepääsust emapankade ressursile

on ka **likviidsete varade** tase langenud. Seega muutus pangasektor emapankadest sõltuvamaks nii rahastamise kui likviidsuse seisukohast.

Intressitsükli tõusufaasis on ujuva intressimääraga laenude ja nõudmiseni hoiuste suure osakaaluga pangad soodsas seisus, kuna baasintressimäärade tõus suurendab intressitulu rohkem kui intressikulu. Kuigi **puhastulukus** on netointressitulu ja ka netoteenustasutulu kiire kasvu mõjul soolo arvestuses pisut tõusnud, siis omakapitali tulukus siiski vähenes 2005. aasta septembriga võrreldes 1 protsendipunkti võrra 21,3%le.

## VÄÄRTPABERITURG JA MUUD FINANTSVAHENDAJAD

Kodumaiste **võlakirjade turg** elavnes ekspansiivse keskkonna mõjul. Esmasturu ja kapitalisatsiooni mahu kasvu toetas residentide, eelkõige reaalsektori ettevõtete emissioonide mahu suurenemine. Järelturg laienes kohalike reaalsektori ettevõtete ja mitte-residentide võlaväärtpaberite käibe märkimisväärse tõusu tagajärjel.

Viimase poolaasta mõjuvaim sündmus **Tallinna Börsil** oli laevandusettevõtte AS Tallink Grupp aktsiate noteerimine börsi põhinimekirjas. 2005. aasta oktoobri alguseks Hansapanga ülevõtmise ja uute ettevõtete börsil noteerimise mõjul tipptaseme saavutanud börsiindeksi OMXT kasv aeglustus kevadeks majanduskasvuga ligilähedase 9%ni.

Mitu aastat väldanud **investeeringufondide** varade kasv aeglustus kõrge võrdlusbaasi tõttu. Kasvu põhiosa moodustasid aktsiafondide varad, mis kahekordistusid. Investeeringufondide varasid suurendas muu hulgas ka kaheksa uue fondi lisandumine Eestis registreeritud fondide nimekirja. Uute fondide levinuim investeeringupiirkond on Kesk- ja Ida-Euroopa turg.

Teise samba **pensionifondide** maht suurenes 2006. aasta märtsi lõpuks 5,3 miljardi kroonini. Jõuliselt on suurenenud ka vabatahtliku pensionikindlustuse

maht. Kui edaspidi mõjutab teise samba fondide kasvu eelkõige palgakasv, siis kolmanda samba mahu kasv sõltub uute liitujate lisandumisest.

**Kahjukindlustusturg** on viimastel aastatel arenenud võrdlemisi stabiilselt, seda on peamiselt mõjutanud laenukasv ning üldine soodne majanduskeskkond. Hoogsamalt on arenenud **elukindlustusturg**, mis kasvas aastaga 62%. Kasvu panustasid esmajoones investeerimisriskiga elukindlustuse tooted, mis 2006. aasta märtsis olid aastatagusega võrreldes kasvanud 141%.

#### KOKKUVÕTE JA FINANTSSTABIILSUSE RISKID

**Nii nagu 2005. aasta sügisel, saab selgi korral anda finantsstabiilsusele hinnangu "hea",** sest nii reaalkui ka finantssektor on soodsa majanduskeskkonna tingimustes kindlustanud endale positiivsed tuluvood ning suurendanud rikkust. Pankade laenuportfelli hea kvaliteet annab tunnistust sellest, et majapidamistel ja ettevõtjatel ei ole seni ilmnenuid suuremaid raskusi võetud finantskohustuste täitmisega.

Samas püsib oht, et positiivsete ootuste ajal tehtud otsustes on nii ettevõtted, majapidamised kui ka finantssektor laenuvõtjate tulevast laenuteenindamisvõimet ülehinnanud ja majanduskasvu võimaliku aeglustumisega kaasnevaid riske alahinnanud. Võlakoormuse väga kiire kasv on muutnud laenuvõtjatest majapidamised ja ettevõtted varasemast tunduvalt haavatavamaks ebasoodsa majandusarengu korral realiseeruvate riskide suhtes.

Eesti ettevõtete ja majapidamiste võlakoormus on üks kiiremini kasvavaid Euroopa riikide seas. Teiste riikidega võrreldes tagasihoidlikum säästmine on samas finantspuhvrit veelgi kahandanud. Majapidamiste optimismi tuleviku suhtes kajastub lisaks tugevale eluasemelaenuõudlusele ka järsult suurenenud tarbimislenuude mahus.

Intressimäärade tõus ole neid ülooptimistlikke ootusi veel hajutanud ega finantskäitumist märgatavalt muutnud. Samuti on liiga vara hinnata Eesti Panga võetud ja 2006. aasta märtsist rakendunud meetmete mõju. Siiski on laenukeskkonnas ja eluasemeturul hakanud ilmnema esmaseid märke, et ootused ja hoiakud võivad hakata edaspidi muutuma. Kas neid märke võib käsitleda kui optimistlike tulevikuootuste asendumist realistlikega ja vähemriskantse finantskäitumisena, peaks selguma lähikuudel.

Majapidamiste eluasemelaenuõudlust mõjutab lähiajal kinnisvarahindade areng. Eelmise aasta lõpus mõnes turusegmendis saavutatud kõrge hinnatase võib hakata piirama turupotentsiaali nii ebapiisava ostujõu kui ka majapidamiste suurema riskikartlikkuse kaudu. Palgasurve ja maksumuudatustest tingitud netopalgatõus aitab majapidamistel osaliselt kompenseerida intressimääratõusu negatiivset mõju. Samas suurendab palga, tootmise sisendhindade ja laenuintressimäärade tõus ettevõtete kulusid ja võib anda tagasilööke nende konkurentsivõimele ning niiviisi ohustada majanduse makro- ja finantsstabiilsust.