

IV

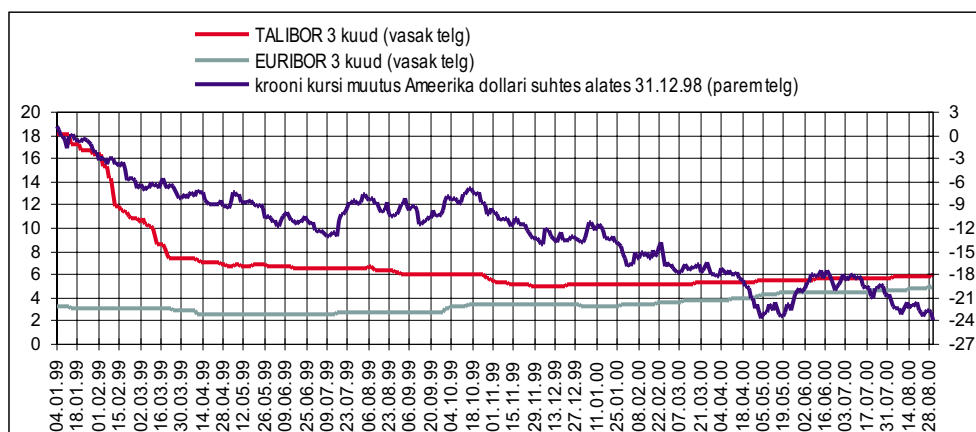
RAHAPOLIITILINE KESKKOND

2000. aasta esimest poolt iseloomustas kokkuvõttes stabiilne rahapoliitiline keskkond. Intressimäärade tõus europiirkonnas Eestis täies ulatuses ei realiseerunud ning marginaalid eurointresside ja Eesti intresside vahel alanesisid nii lühi- (rahaturu) kui ka pikaajaliste (eluasemelaenu) intresside osas. Intresside edasine arengusuund on pigem üles kui alla. Euroopa Keskpanga poolne intresside tõstmine 25 baaspunkti võrra 30. augustil kinnitab, vähemalt lühikeses perspektiivis, eurointresside tõusu jätkumist.

Kaheaastase vaheaja järel taastus (vähemalt ajutiselt) finantssektori aktiivne roll väliskapitali kaasajana, mis tähendas ka struktuurinihet võlabaasiliste voogude osatähtsuse suurenemisele. Samal ajal jätkus rahapakkumise kasvu stabiliseerumise taustal laenukasvu kiirenemine, mis tugines endiselt peamiselt liisingfinantseerimisele. Kaudsel hinnangul on taas suurenenud ka otselaenamamine (kontsernisisest ja/või rahvusvahelistelt turgudelt). Selle kohta, et tarbimine põhineks laenudel, ei ole märkimisväärseid signaale. Endiselt pole aga selge, milline võiks olla tasakaaluline laenukasvu tempo: arvestades jätkuvalt kiiret hoiuste kasvu ja kapitali sissevoolu, puuduvad krediidikasvul praegu ilmselt pakkumispuuseld piirangud.

Monetaar keskkond Eestis ja eurotsoonis

Intresside pidev tõus Euroopas koos mai lõpus ja juuni alguses aset leidnud euro mõningase tugevnemisega Ameerika dollari suhtes mõjus Eesti rahapoliitilisele keskkonnale 2000. a esimese poole jooksul suhteliselt vähe. **Vaatamata intressitaseme tõusule Euroopas on Eesti monetaar keskkond võrreldes eurotsooniga suhteliselt vähe karmistunud.** Europiirkonna intressi- ja vahetuskursi arengutendentsid ei leidnud I poolaastal Eesti rahakeskkonnas täit peegeldust, kuna TALIBORi noteeringute kohandumist mõjutavad EURIBORi dünaamika kõrval ka muud, eelkõige sisemaisest likviidsusest tulenevad tegurid (vt joonis 4.1).



Joonis 4.1. 3 kuu TALIBOR ja EURIBOR ning Eesti krooni kursi muut Ameerika dollari suhtes (%)

2000. aasta suvekuudel jätkus europiirkonnas inflatsiooniline surve. Harmoneeritud tarbijahinnaindeksi (HICP) aastakasv kiirenes 1999. a juunikuul 0,9%lt ja tänavuse mai 1,9%lt juunis-juulis 2,4%ni. Inflatsioonilist survet kajastavad ka mõlemad eurosüsteemi rahapoliitika

sihtindikaatorid. Esiteks, raha- ja krediidiagregaadid näitavad europiirkonna jätkuvalt suurt likviidsust. Laia rahapakkumise ning erasektori krediidi kasv on jäänud kõrgele tasemele, ehkki on võrreldes aprilli ja maiga mõneti aeglustunud. Rahapakkumise puhul oli kolme viimase kuu keskmine aastakasv juunis 6%, laenude puhul 9,8%. Teiseks, HICP areng kajastab soodsaid majandusväljavaateid, mille peamiseks taganttõukajaks on sisenõudlus. Sellele sekundeerivad suur tööstustoodangu kasv ja tööpuuduse jätkuv vähenemine. Sisenõudluse headest väljavaadetest annavad tunnistust ka kõrge tarbija- ja äriusaldus.

Teises kvartalis tõstis Euroopa Keskpank (EKP) Euroopa Majandus- ja Rahaliidu (EMU) keskseid intressimäärasid kahel korral, kokku 75 baaspunkti ulatuses. Peamiste refinantseerimisoperatsioonide intressimäär tõusis seega 4,25%le ning hoiuse ja laenu püsivõimaluste intressid tõusid vastavalt 3,25%le ja 5,25%le. Seetõttu jätkus Euroopa rahaturgudel intressitaseme tõus. Üleööintresside määr (EONIA) kasvas kvartali jooksul 100 baaspunkti võrra – 4,75%ni. Kolme kuu EURIBOR tõusis 72 baaspunkti – 4,55%ni. Juulis ja augusti alguses jätkus kolme kuu intresside mõningane, ehkki varasemast aeglasem kasv. Üleööintressid jäid samale tasemele. Kolme kuu EURIBORi tulevikutehingute hinnad, mis kajastavad rahaturgude ootusi edasiste muutuste suhtes, kasvasid kvartali jooksul. Käesoleva aasta septembris ja detsembris ning 2001. a juunis lõppevatest tulevikutehingute lepingutest tuletatud kolme kuu EURIBORi intressimäär oli augusti keskel vastavalt 4,96; 5,29 ja 5,39%.

Kapitalivood ja baasraha kujunemine

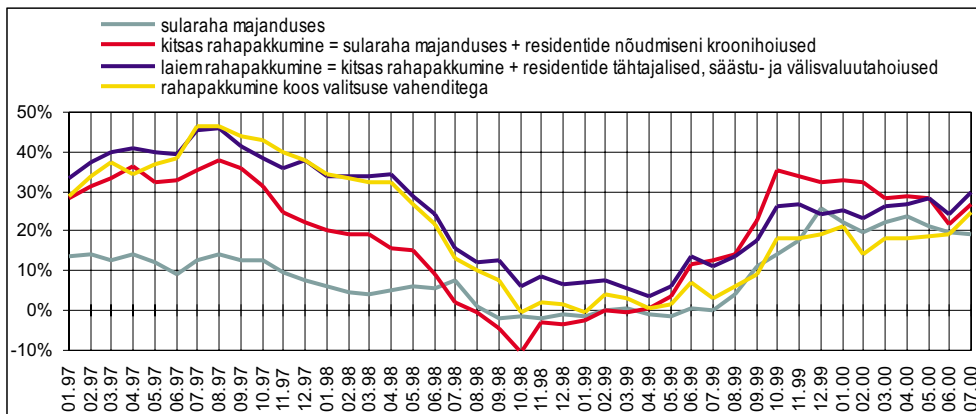
Keskpanga brutoreservid kasvasid II kvartali jooksul 1,3 mld krooni võrra, st ligikaudu sama palju kui need I kvartalis kahanesid. Poolaasta lõpuks oli reservis 14,7 mld krooni. Mäletatavasti oli Eesti Panga reservide kahanemine esimeses kvartalis suuresti tingitud komertspankade likviidsusjuhtimisest aasta 2000 potentsiaalsete riskide möödumisel. Lisaks sellele toimus väliskapitali sissevool pangasektori kaudu. Vastavalt välisreservide suurenemisele kasvas ka baasraha. Selle maht ulatus II kvartali lõpus 11,4 mld kroonini. Keskpanga kohustus- tevaba välisvaluuta netoreserv moodustas 1,7 mld krooni.

Teises kvartalis oli jooksevkonto puudujääk ligi 1 mld krooni. Väliskapitali sissevool finantskonto kaudu moodustas teises kvartalis ligikaudu 2,3 mld krooni, millest suurema osa – 1,8 mld krooni – tõid sisse ettevõtted otseinvesteeringute ning kaubanduskrediidina. Pangasektori kaudu oli II kvartalis kapitali sissevool 200 mln krooni. Suuremahulisest võlakirjaemissioonist saadud summad suunati välismaale deposiitidesse ning otseinvesteeringutena teistesse Balti riikidesse. Siiski võib öelda, et **pangasektor oli II kvartalis üle pika aja väliskapitali kaasaja.**

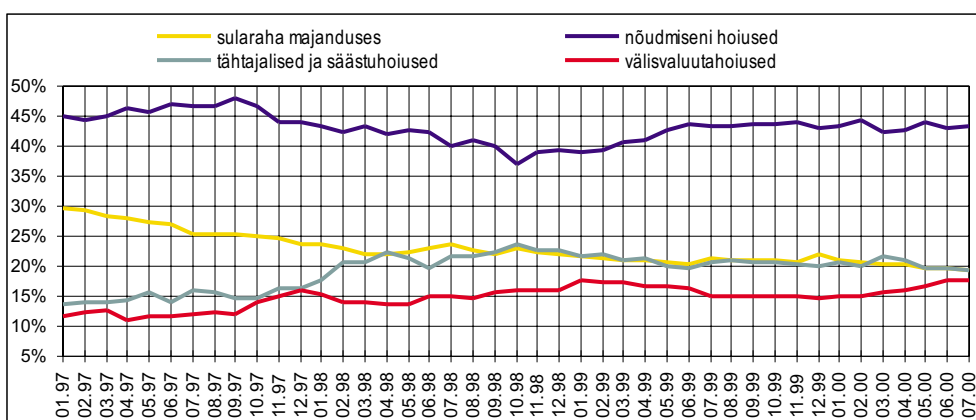
Kapitali netosissevoolu mõttes (ca 2,3 mld krooni) oli 2000. aasta esimene pool võrreldav 1999. aastaga, kuid jäi alla 1998. aastale. Seejuures oli esimest korda pärast 1997. aastat tegemist kapitali kaasamisega finantssektori kaudu. Seega tuleks keskmises perspektiivis hakata silmas pidama, milliseks kujuneb laenukapitali ja otseinvesteeringute vahekord kapitalivoogudes Eesti ja muu maailma vahel. Arvestades, et jätkub ka suur sisemaine säästmine, on rahapakkumise kasv endiselt kiire. Seega on laiem likviidsus jätkuvalt kõrge, aeglustades seeläbi eurotsooni intresside arengutendentside ülekandumist Eesti rahaturuintressidesse ja sealt edasi reaalsektorisse. **Esimese poolaasta monetaarkeskonda iseloomustas üheaegne eurotsoonist imporditud intressitaseme tõus koos eurointresside ja kohaliku turu intresside vahe alanemisega. Intressivahe alanemine on eeldatavasti jõudnud lõppfaasi, mistõttu on oodata intressitaseme tõusu kohalikul turul.**

Rahaagregaadid

Rahapakkumise aastakasv on hakanud viimastel perioodidel aeglustuma. Teise poolaasta lõpul oli laiema rahaagregaadid aastakasv 24,5%, märtsis 26,3% (vt joonis 4.2). Kitsama rahapakkumise näitajad olid vastavalt 21,9 ja 28,4%. Laiema rahapakkumise ennakkasv kitsama ees oli tingitud eelkõige residentide välisvaluutahoiuste kiiremast kasvust (vt joonis 4.3).



Joonis 4.2. Rahaagregaatide muutus võrreldes eelmise aasta sama kuuga

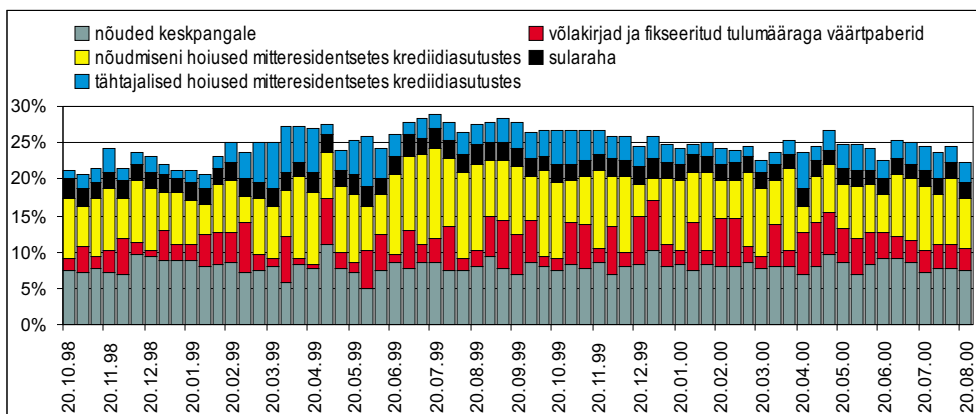


Joonis 4.3. Laiema rahaagregaadi struktuur

Välisvaluutahoiuste kiire juurdekasvu taga on mitu faktorit. Eelkõige tuleks nimetada ettevõtete poolset väliskapitali kaasamist ja kiiret väliskaubanduse kasvu käesoleval aastal. Dollarihoiuste kasvu on soodustanud ka euroga võrreldes kõrgem intressitase.

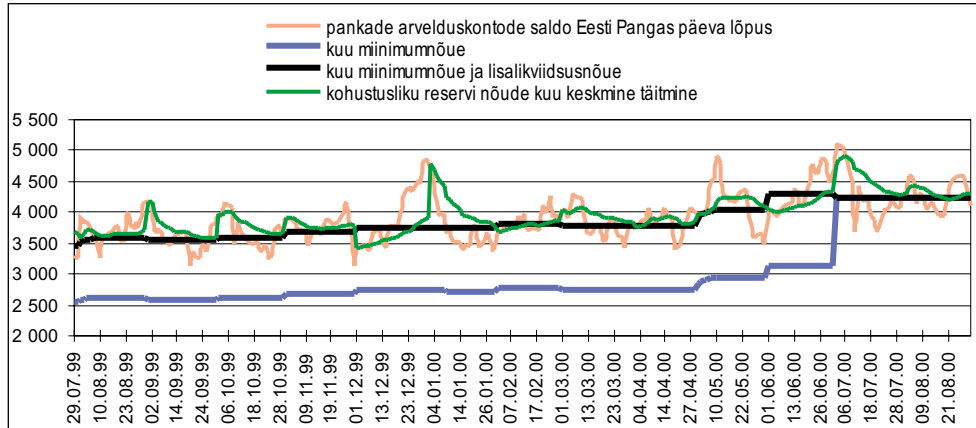
Raha- ja valuutaturg

Vaatamata sellele, et alates käesoleva aasta algusest on pankade bilansis täheldatav likviidsete varade osatähtsuse mõningane vähenemine (vt joonis 4.4), püsis pankade likviidsus I pool-aastal siiski stabiilne, tuginedes nii soodsale sise- kui ka väliskeskkonnale.



Joonis 4.4. Likviidsete varade osatähtsus pankade aktivas

1. juulil 2000 käivitus **rahapoliitika operatsioonilise raamistiku reformi esimene etapp**, mille käigus ühildati juriidiliselt kohustusliku reservi nõue ja lisalikviidsusnõue. Selle sammu tulemusena kasvas efektiivselt pankade arvelduskontode igapäevase miinimumtaseme nõue (vt joonis 4.5), kuivõrd varem oli see kehtinud ainult kohustusliku reservi kohta. Suhteliselt kõrge üldise reservinõude tõttu ei pärssinud muutus ka väiksemate pankade puhul arveldus-süsteemi sujuvat toimimist ning jättis piisava puhvri reservinõude kuukeskmiseks täitmiseks.

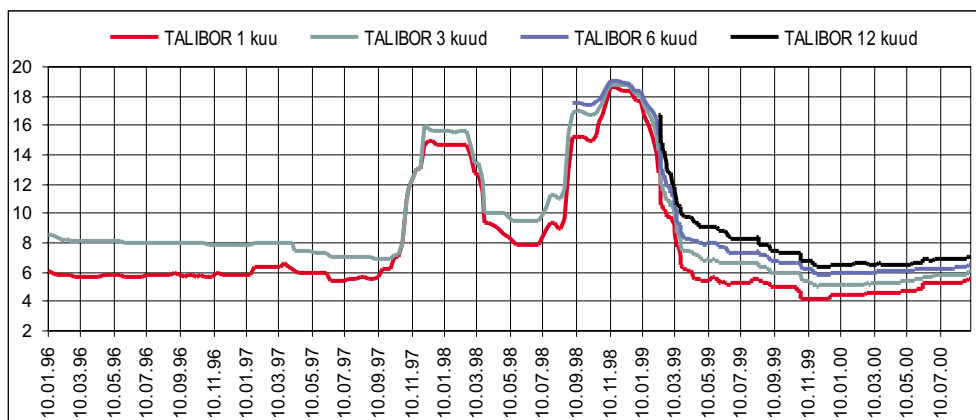


Joonis 4.5. Eesti pankade arvelduskontode saldo Eesti Pangas. Kohustusliku reservi nõude ja lisalikviidsusnõude täitmine (mln kr)

Kohustusliku reservi iseloomuga nõuete ühildamisega kaasnenud teiseks struktureks muudatuseks oli see, et sularahakassat sai hakata kasutama ka endise lisalikviidsusnõude täitmise arvestamisel. Reservinõude kujunemist mõjutas see siiski marginaalselt¹, kuivõrd sularahakassa tegelik seis oli mitmes pangas väiksem, kui kohustusliku reservi täitmise raamistik seda oleks võimaldanud.

Rahaturuintressid

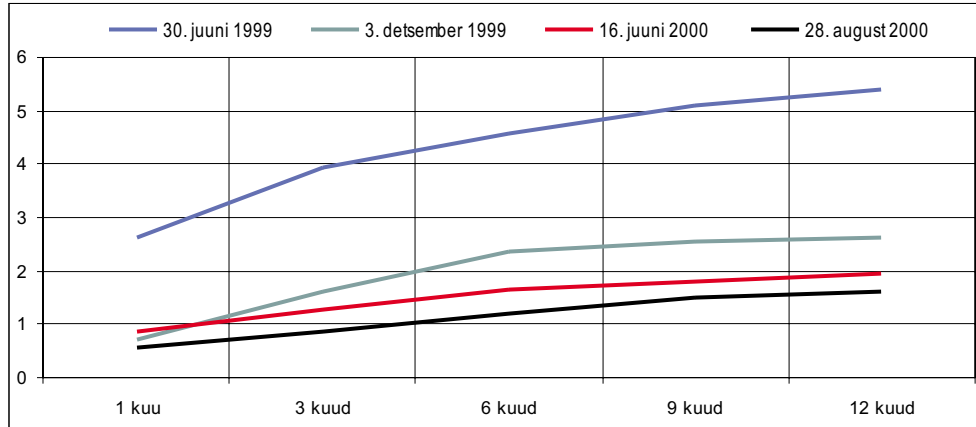
Kogu 2000. aasta vältel on pankadevahelise rahaturu intressidele avaldunud surve ülespoole (vt joonis 4.6), kusjuures mai lõpust alates on tõusnud ka seni stabiilsena püsinud pikaajalised noteeringud. Viimaste kuude madala krooninõudluse juures andis peamise tõuke intresside



Joonis 4.6. Rahaturuintressid (%)

¹ Puhtalt sularahakassa efektiivse arvestatavuse suurenemise tulemusena alanes kohustusliku reservi nõue 56 mln krooni võrra ehk 1,3%.

tõusuks eurosooni lühiajaliste intressimäärade tõus. Eesti krooni rahaturuintressimäärade kasv on jäänud siiski euro rahaturuintresside omale alla, mistõttu intressimarginaal on viimase poolaasta jooksul ahenenud kõikide tähtaegade lõikes (vt joonis 4.7).



Joonis 4.7. Eesti krooni ja euro rahaturuintressimäärade vahe (%)

Arvestades krooni ja euro vahelise intressimarginaali rekordiliselt madalat taset ning kommertsbankade likviidsete varade osa mõningast vähenemist, võib arvata, et marginaal võib edaspidi kahaneda vaid piiratud ulatuses. Europiirkonnas oodatakse rahaturuintresside edasist tõusu.

Tulevikutehingute turg

Aktiivsus tulevikutehingute turul on olnud kuude lõikes erinev, seda ka hooajaliste tegurite tõttu. Käesoleva aasta veebruaris ulatus euro tulevikutehingute müügikäive ligi 3,4 miljardi kroonini, suveperioodil olid turuosalistes positsioonide võtmisel aga oluliselt passiivsemad ega küündinud miljardikroonise käibeni. Turu üldine loidus peegeldus ka *swapi*intresside noteeringutes, mis erinevalt TALIBORist on olnud tugeva langustrendiga kogu käesoleva aasta jooksul. Sügisel, mil finantsturud taas elavnevad, on tõenäoline tehingunõudluse hüppeline suurenemine. See omakorda võib kaasa tuua ka *swapi*intressimäärade tõusu.

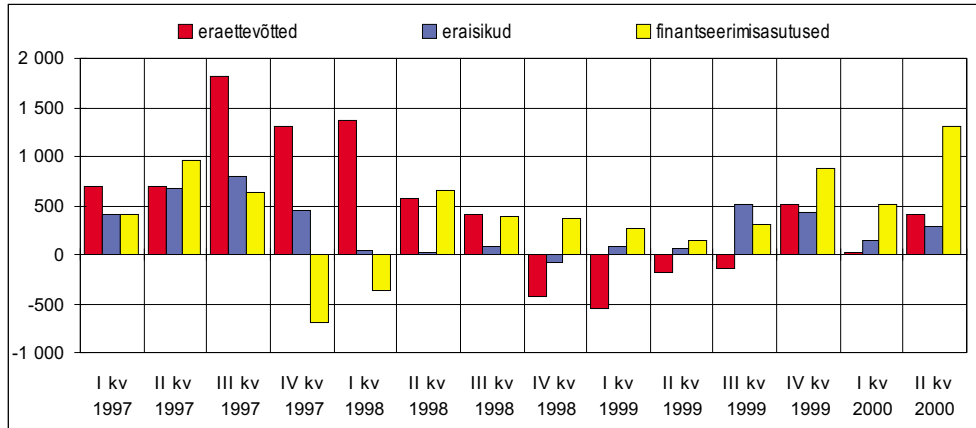
Laenu turg

Arvestades ühest küljest majanduse kiire kasvutempo taastumist ja seda toetavat soodsat väliskeskkonda² ning teisest küljest tarbijate ja ettevõtete ootuste kestvat paranemist³, oli majanduskonjunktuur 2000. aasta esimesel poolel laenuõudluse kasvuks soodne. Kuigi pakkumise poolelt mõjus laenude edasist kasvu aeglustavalt intressisurve europiirkonnast, on laenu turgu karmistumise signaalid esialgu ebaselged. Selle põhjuseks on laenumahu kasvu toetav deposiitide juurdevool ning pangasektori suur likviidsus. **Seetõttu iseloomustab krediiditurgu laenujäägi kestvalt kiire juurdekasv** (vt joonised 4.8 ja 4.9). Residentidele väljastatud pangalaenude aastakasv oli juuni lõpus 23,3%, laenude ja pankade omanduses olevate fikseeritud tulumääraga võlakirjade aastakasv aga 20,8%. Kiirenemistrend jätkus ka III kvartali esimestel kuudel. Erinevalt pangalaenudest jätkas pankade omanduses olevate

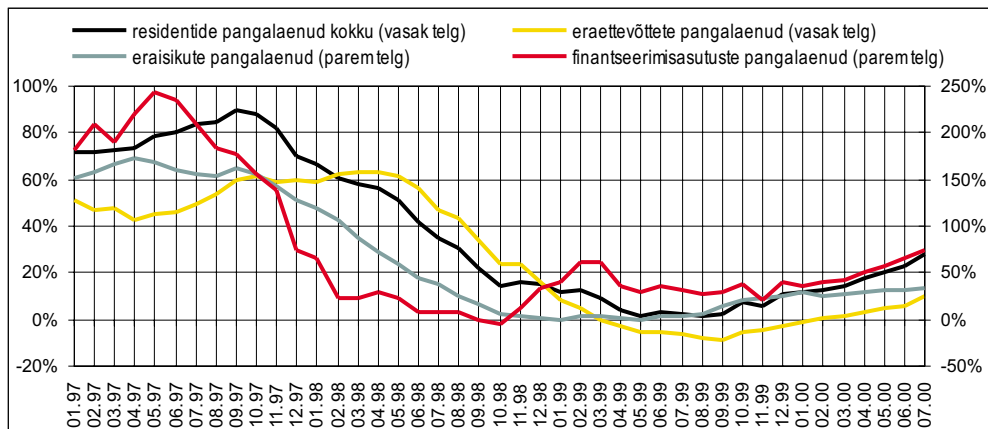
² V.a intresside areng eurosoonis, mille karmistava mõju märgid jäid aga 2000. a esimesel poolel mõneti ebaselgeks.

³ Nii ettevõtlussektori kui ka tarbijate kindlustunne kosus Eesti Konjunkturiinstituudi hinnangul I poolaastal jõudsalt.

fikseeritud tulumääraga võlakirjade (eelkõige eraettevõtete, aga ka finantseerimisasutuste võlakirjade) maht mõningast kahanemist, peegeldades kestvaid ümberkorraldusi pankade finantseerimis põhimõtetes.



Joonis 4.8. Residentide pangalaenude jäägi absoluutkasv kvartalis (mln kr)



Joonis 4.9. Residentidest eraisikute, eraettevõtete ja finantseerimisasutuste pangalaenude aastakasv (%)

Kogu I poolaastal oli pangalaenude kasvu olulisimaks allikaks finantseerimisasutuste krediteerimine, kellele antud laenu suurenemis II kvartali lõpuks 66,1%lise aastakasvuni. Eraettevõtete pangalaenude aastakasv oli, võrreldes finantseerimisasutustega, mõneti tagasihoidlikum, suurenedes II kvartali lõpuks 6,1%ni. Samas kajastab finantseerimisasutuste kiire laenukasv kodumaise liisingifinantseerimise suurenemist, mis teises kvartalis suundus ligemale 1,2 miljardi krooni ulatuses (koos faktooringuga) eraettevõtetesse. Seega on laenu turul tegemist reaalsektori finantseerimis põhimõtete olulise struktuurinihkega laenu delt liisingule. **Lisaks on Aasia ja Vene kriisi järgsel perioodil muutunud reaalsektori jaoks arvestatavaks finantseerimiskanaliks laenamine välisurgudelt nii otseinvesteeringute vahendusel kui ka iseseisvalt, seda eelkõige ekspordile orienteeritud ettevõtetes.** Nende struktuursete nihete tulemusena on reaalsektori laenukasvu tegelikku suurust varasemast keerulisem hinnata, kuna viimane eeldab ettevõtete kõigi finantseerimiskanalite koostõju arvestamist. **Võttes arvesse finantseerimis põhimõtete struktuursete nihete mõju, võib väita, et äriühingute pangalaenude aastakasvu näitaja alahindab ning residentide kogu laenu portfelli aastakasvu näitaja ülehindab ettevõtete finantseerimise tegelikku taset I poolaastal.**

Eraisikute laenude aastakasv oli terve II kvartali vältel mõõdukalt kiire, ulatudes kvartali lõpuks 31,7%ni⁴. Kuigi valdava enamiku eraisikutele väljastatud laenudest moodustasid 2000. a esimesel poolel endiselt eluasemelaenud, kasvab laenukäibes aeglaselt muude laenude (st tarbimislaenude) maht. Seetõttu on alust eeldada, et laenuraha vool tarbimisse on mõnevõrra suurenenud. Tarbimislaenude osatähtsus ja maht eraisikute laenukäibes on aga endiselt väike ning hetkel ei ole signaale, nagu võiks tekkida pangalaenudele tuginev eraisikute tarbimisbuum. Ka eraisikute kinnisvaralaenude tasakaalustatud juurdekasv ning neile väljastatud liisingu mahu mõningane kahanemine I poolaastal iseloomustab inimeste piisavat konservatiivsust finantseerimisotsuste langetamisel.

Realsektori intressid

Eurotsoonist tulenev intressisurve on osaliselt tajutav ka realsektori intressides. Sellegipoolest pole see täies ulatuses Eesti realsektori intressidesse kandunud, seda tänu deposiitide jätkuvale juurdevoolule ning pangasektori suurele likviidsusele. Eraettevõtete välisvaluutalaenude puhul eristus eurotsooni intresside tõusu mõju II kvartalis siiski üpris selgelt, mistõttu pikaajaliste krooni- ja välisvaluutalaenude intressid tõusid kvartali jooksul eraettevõtetele 0,9 protsendipunkti võrra – 10,0%ni (vt tabel 4.1). **Ka eraettevõtete lühiajaliste laenude kaalutud keskmised intressid näitasid mõningast kasvutrendi, kuid juunis ähmastasid intressistatistikat mitmed madala intressiga suured kroonilaenu tehingud**⁵ (vt joonis 4.10).

Tabel 4.1. Laenude kaalutud keskmised intressimäärad¹ (%)

	31.12.97	31.12.98	31.12.99	31.03.00	30.04.00	31.05.00	30.06.00	31.07.00
Lühiajalised kroonilaenud	20,0	16,7	8,7	7,4	7,4	7,3	6,3	7,7
finantseerimisasutustele	19,3	15,3	7,3	4,7	4,7	4,9	5,8	5,5
äriühingutele	19,9	17,2	10,2	9,8	10,2	9,5	6,3	9,1
eraisikutele	26,4	12,4	12,1	11,4	11,0	12,0	11,2	11,9
Pikaajalised kroonilaenud	11,2	16,3	8,6	8,6	10,6	9,0	9,2	7,2
finantseerimisasutustele	10,0	8,5	8,0	5,2	7,5	5,9	5,9	6,3
äriühingutele	12,3	16,8	8,7	8,2	10,5	9,6	9,2	7,4
eraisikutele	11,0	15,2	11,4	11,3	11,3	12,1	12,7	12,8
Lühiajalised välisvaluutalaenud	10,6	13,8	8,3	7,4	7,0	7,7	8,0	7,9
finantseerimisasutustele	9,3	-	4,1	5,6	3,9	4,2	4,9	4,7
äriühingutele	11,4	13,7	10,1	11,0	9,5	10,3	10,7	11,3
eraisikutele	15,6	14,5	12,0	11,7	10,7	11,3	15,8	11,4
Pikaajalised välisvaluutalaenud	11,6	10,5	8,3	9,2	8,2	8,1	8,3	8,5
finantseerimisasutustele	8,7	8,6	7,5	7,6	5,9	5,9	7,0	6,3
äriühingutele	11,6	13,5	8,7	9,2	9,8	9,1	10,0	8,7
eraisikutele	13,6	13,0	10,4	10,7	10,4	10,5	10,8	10,9

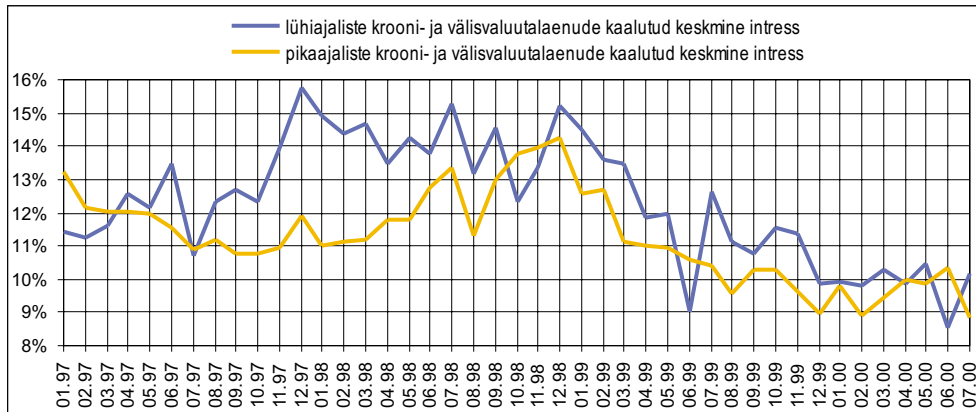
¹ Sisaldab nii residentidele kui ka mitteresidentidele väljastatud laenude intressimäärasid.

Eraisikute eluasemelaenude intressi tõus on aga olnud EURIBORi arengust hoolimata küllalt väike: II kvartali jooksul kerkis see marginaalsed 0,2%⁶. Eraisikute tarbimislaenude kaalutud keskmised intressid on samuti püsinud üpris muutumatul tasemel ning signaali tõusu kohta hetkel veel ei ole. Üheks põhjuseks on ilmselt see, et erinevalt eluasemelaenust on tarbimislaenu intressid valdavalt fikseeritud ning seetõttu hakkavad need tõusma hiljem. Ka võib selline areng tähendada seda, et soodsa monetaarkeskonna ning tiheda konkurentsi tingimustes on pankade motivatsioon intressitaset tõsta väiksem.

⁴ Eraisikulaenu jäägi 31,7%line aastakasv põhineb eelkõige sihtotstarbeliste laenude (peamiselt õppelaenude) 1999. a madalal võrdlusbaasil ning eluasemelaenude juurdekasvul.

⁵ Eraettevõtete pikaajaliste laenuintresside langus oli juunis tingitud paarist suuremahulisest madala intressiga tehingust ega kajasta seetõttu üldist trendi.

⁶ Eluasemelaenu intress on valdavalt seotud 6 kuu EURIBORiga. Viimane tõusis aga II kvartalis u 0,5 protsendipunkti rohkem kui eraisikutele väljastatud eluasemelaenude intressid.



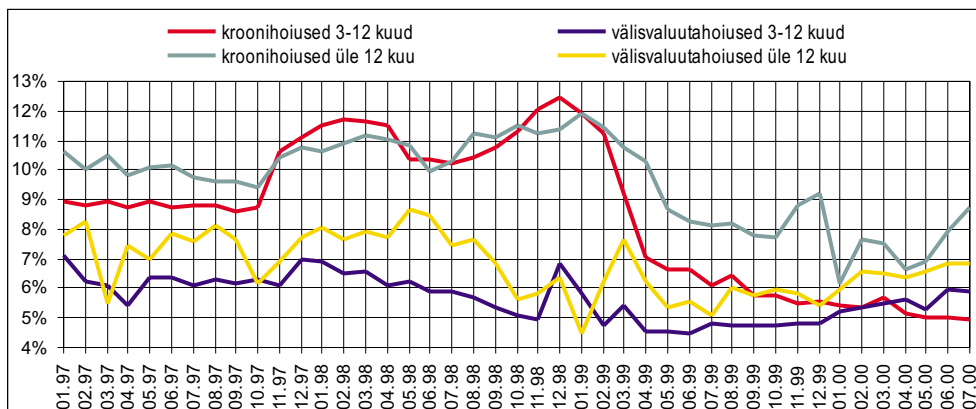
Joonis 4.10. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete krooni- ja välisvaluutalaenude kaalutud keskmised intressimäärad

Reaalsektori hoiuseintresside osas on märgatav nii lühi- kui ka pikaajaliste välisvaluutahoiuste intresside selge kasvutrend (vt tabel 4.2). Sama tendents on eristatav ka pikaajaliste kroonihoiuste intresside puhul (vt joonis 4.11). Lühiajaliste kroonihoiuste intressid kajastavad aga vähesest krooninõudlusest tulenevat langust. Reaalintressid I poolaastal oluliselt ei muutunud (vt joonis 4.12).

Tabel 4.2. Tähtajaliste hoiuste kaalutud keskmised intressid¹ (%)

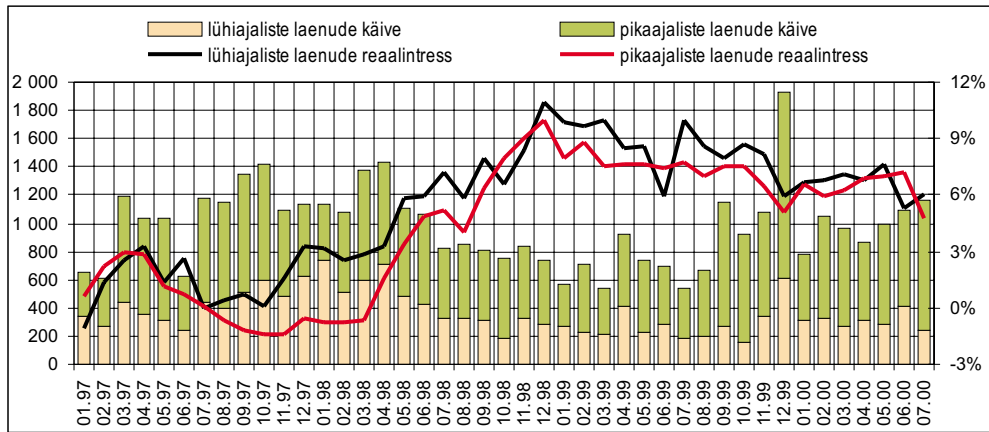
	31.12.97	31.12.98	31.12.99	31.03.00	30.04.00	31.05.00	30.06.00	31.07.00
Kroonihoiused kokku	12,2	8,1	3,3	3,4	3,5	3,2	3,8	4,2
finantseerimisasutustele	9,6	11,1	3,0	3,3	3,5	2,7	3,7	5,1
äriühingutele	10,0	6,9	3,1	3,3	3,4	3,1	3,9	4,4
eraisikutele	10,8	9,7	5,0	4,4	4,3	4,4	4,3	4,5
kuni 3 kuud	12,2	7,9	2,9	3,1	3,2	3,0	3,5	4,1
3-6 kuud	11,9	10,7	4,4	4,4	4,2	4,2	4,6	4,6
6-12 kuud	12,4	12,9	6,1	6,0	5,6	5,3	5,4	5,4
üle 1 aasta	10,8	8,9	8,9	7,2	6,6	6,9	6,6	9,1
DEM	4,6	4,7	2,9	3,2	3,3	3,7	3,9	4,2
USD	5,8	4,8	5,1	5,2	5,6	5,8	6,1	6,1
EUR			3,0	3,9	3,5	3,7	3,9	4,1

¹ Sisaldab nii residentide kui ka mitteresidentide hoiuste intressimäärasid Eesti pankades.



Joonis 4.11. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete krooni- ja välisvaluutahoiuste kaalutud keskmised intressid

Reaalsektori intresside edasise arengu prognoosimine on pankade suure kapitaliseerituse ja likviidsuse ning laenuõudluse kasvu tõttu endiselt keerukas. Tuginedes II kvartali arengutendentsidele ning intressimäärade tõusu oodatavale jätkumisele eurotsoonis, on reaalsektoris siiski tõenäolisem pigem intresside tõusu jätkumine kui nende langus. Ühtaegu on intresside tõusu piiravad tegurid kooskõlas vajadusega tagada majanduse tasakaalustatud areng.



Joonis 4.12. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori erettevõtete krooni- ja välisvaluutalaenu käive (mln kr, vasak telg) ja kaalutud keskmised ex post reaalintressid (parem telg) tarbijahinnaindeksi järgi