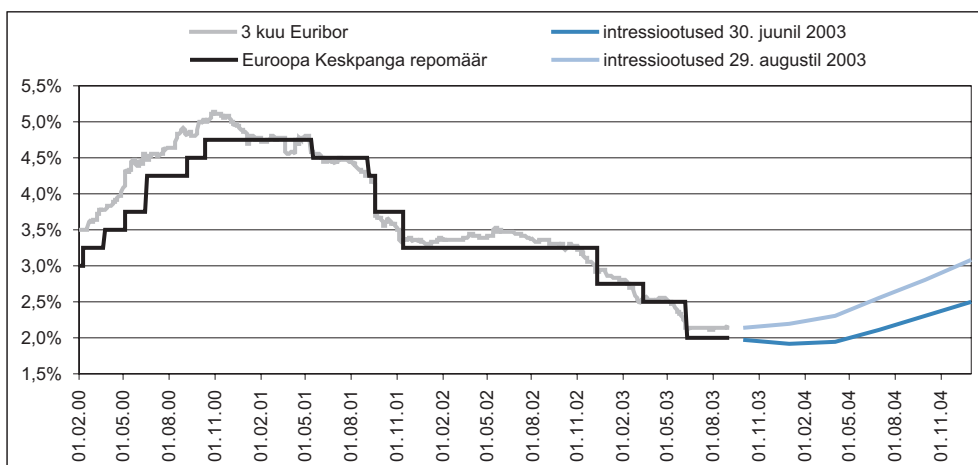


## IV MONETAARKESKKONNA ARENG

### Likviidsuskeskkond ja intressimäärad

Eesti monetaarkeskkonna arengut on jätkuvalt mõjutanud üleilmse majanduskasvu nõrkus. Ehkki 2003. a III kvartali alguses võis kõigis suuremates majanduspiirkondades (eriti USAs ja Jaapanis) täheldada teatud elavnemise märke, ei ole majanduskasvu taastumine püsivat kinnitust leidnud. Majandusaktiivsuse soodustamiseks alandasid Euroopa Keskpank ja USA Föderaalreserv II kvartali alguses taas keskseid intressimäärasid, vastavalt 2 ja 1%ni. Euroala monetaarkeskkonnale mõjus II kvartalis kitsendavalt euro kursi tugevnemine, mis juuni keskel siiski osaliselt taandus.

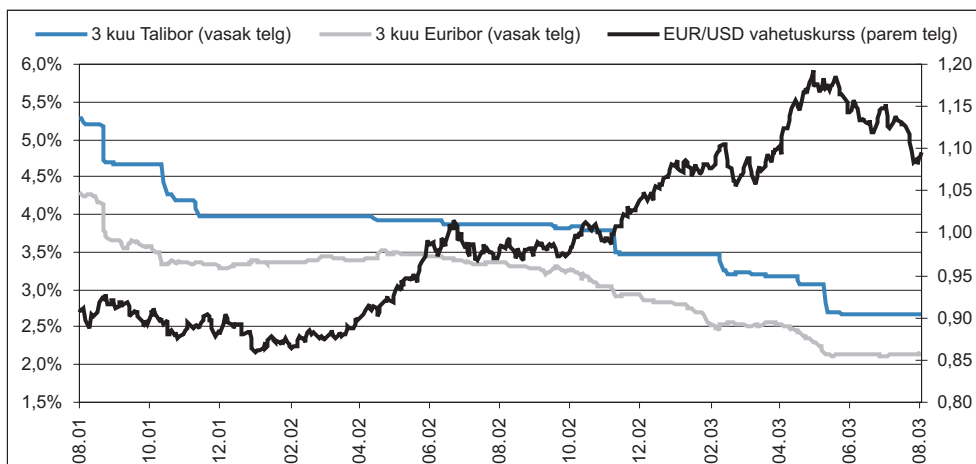
Üldiselt loodetakse majanduse elavnemisprotsessi süvenemist, mistõttu majanduskasvu ootused on lähikvartalite osas paranenud ning see kajastub ka finantsturgudel aktsiaindeksite ning võlakirjaturgudel intresside tõusuna. Viimast on soosinud ka ebakindluse vähenemine tuleviku suhtes ning investorite suurenenud riskivalmidus. Senisest kõrgema majanduskasvu taastumise ootuses ei peeta hetkel futuuriturgudel lühiajaliste intressimäärade edasist alanemist euroalal ega USAs enam tõenäoliseks (vt joonis 4.1). Euroala puhul mõjutavad seda ka Euroopa Keskpanga sõnavõttud, milles on olemasolevat intressitaset peetud hetkeolukorrale sobilikuks. Teisalt ei pea mitmed analüütikud USA dollari praegust tugevnemist euro suhtes pikemas perspektiivis jätkusuutlikuks, mis võib euroalale tähendada täiendavat kitsendavat mõju.



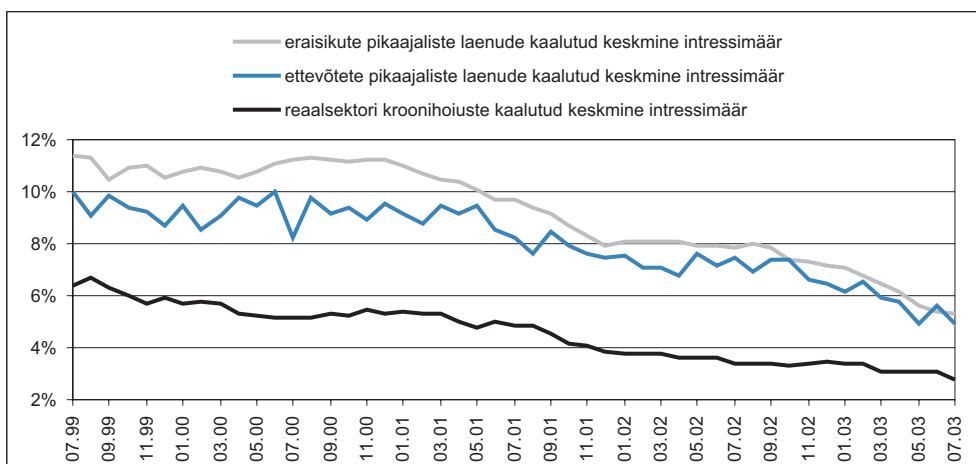
Joonis 4.1. Euroopa Keskpanga repomäär ja 3 kuu Euribor ning futuuriturgude ootused

Eesti rahaturgude areng on olnud stabiilne, krooni rahaturunoteeringud on järginud suhteliselt lähedalt Euribori arengusuundi ning krooni riskimarginaalid valuuta tuletistehingute turul on püsinud madalal (vt joonis 4.2).

Euroala madalate intressimäärade ja kodumaise konkurentsiturve tõttu on ka Eesti ettevõtete ja eraisikute laenuintressimäärad langenud kõigi aegade madalaimale tasemele – juulis pikaajaliste laenuintressimäärad vastavalt 4,9 ja 5,3%ni (vt joonis 4.3). Keskmine laenujäägiintress on siiski mõnevõrra kõrgem – 7% majapidamiste ja 6% äriühingute puhul.



Joonis 4.2. Kolme kuu Talibor ja Euribor ning euro kursi muut Ameerika dollari suhtes



Joonis 4.3. Kodumaise reaalsektori intressimäärad

Ka reaalsektori lühiajaline kaalutud keskmine hoiseintress on langenud 2,5%le. Pankade hinnavahe langes seetõttu II kvartalis 3,47%ni ning koos liisingutegevusega 4%ni. Võlakirjaturul emiteeritud võlakirjade intressimäär langes II kvartali lõpuks 3,4%ni, rahaturufondide keskmine aastatootlus püsis 2,5 ja intressifondide oma 3,9% juures.

## Kapitalivood

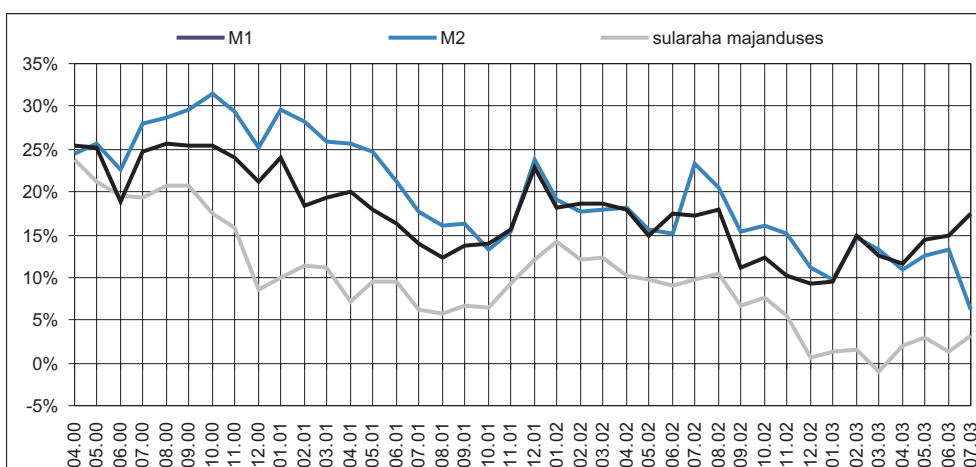
Finantskonto kaudu toimunud kapitali sissevool ulatus II kvartalis hinnanguliselt 3,2 miljardi kroonini. Üheks väliskapitali sissevedajaks oli jätkuvalt pangasektor – pankade välisvarad kahanesid II kvartalis hinnanguliselt 3,8 miljardi ja väliskohustused 1,2 miljardi krooni võrra. Kokkuvõttes olid pangad II kvartalis kapitali netosissevedajad ning nende mõju kapitalivoogudele ulatus hinnanguliselt 2,6 miljardi kroonini. Kaasatud vahendeid kasutati peamiselt refinantseerimistinguteks (mille vajadus II kvartali alguses ulatus hinnanguliselt ühe miljardi kroonini) ja endiselt aktiivsena püsiva laenuõudluse katmiseks. See viis pankade välislaenamise osatähtsuse koondbilansis II kvartali lõpuks 27%ni.

Juulis kahanesid pankade välisvarad hinnanguliselt 1,2 miljardi krooni võrra, samas suurusjärgus kasvasid ka pankade väliskohustused, seda peamiselt välismaiste krediidasutuste (valdavalt ema-

pankade) tähtjaliste hoiuste suurenemise tõttu. Pankade netomõju maksebilansile ulatus juulis 2,4 miljardi kroonini. Emapankade poolse rahastamise osakaal moodustas juulis üle 55% pankade välislaenamise mahust, välislaenamise osatähtsus koondbilansis kerkis augusti alguseks 29%le.

## Raha- ja laenuagregaadid

Rahapakkumist mõjutavad protsessid ei ole viimaste kvartalite jooksul oluliselt muutunud, mistõttu laiema rahaagregaadid M2 kasv püsis 2003. a II kvartalis võrdlemisi stabiilsena. Samas on toimunud muutused M2 struktuuris – tulenevalt sularahanõudluse mõningasest taastumisest ja nõudmiseni hoiuste kiiremast kasvust võrreldes tähtjaliste hoiuste kasvuga on kitsama rahaagregaadid M1 kasvutempo 2003. a I kvartaliga võrreldes veidi kiirenenud. Juuli lõpus aeglustus M2 kasvutempo järsult, mille põhjustas 2002. a kõrge võrdlusbaas (2002. a juulis laekusid pankadesse tähtjalise hoiusena suurettevõtte välisfinantsvahendid; vt RPÜ sept 2002, lk 27). Juuli lõpuks kujunes rahaagregaatide M1 ja M2 aastakasvudeks vastavalt 17,5 ja 6,1% (vt joonis 4.4). Sularahanõudluse aastakasv püsib 3% tasemel, 2003. a augusti alguseks oli majanduses ringleva sularaha maht 7,5 miljardit krooni.



Joonis 4.4. Rahapakkumise kasv võrreldes eelmise aasta sama kuuga

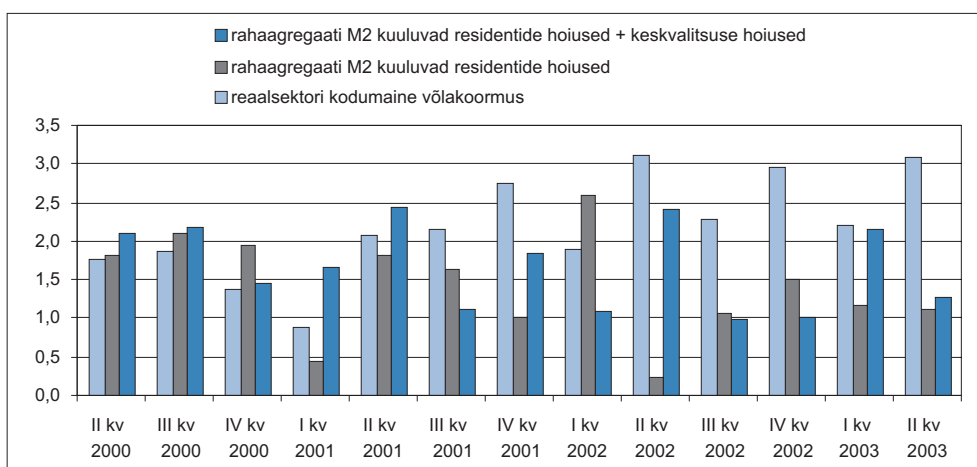
Eraisikute hoiused kasvasid 2003. a II kvartalis 1,1 miljardit krooni. Traditsiooniliselt tugines majapidamiste hoiuste kasv nõudmiseni hoiustele – viimased suurenesid kvartaliga 1,2 miljardit krooni, sellal kui majapidamiste tähtjalised hoiused kahanesid kvartali jooksul 128 miljonit krooni. Tavapäraselt oli hoiuste kasv kiireim puhkuste hooaja alguses ehk juunikuus. Samas jätkus eraisikute hoiuste aastakasvu aeglustumine (12%ni juuli lõpus), sest majapidamiste säästutase on endiselt madal. Juulis vähenesid eraisikute tähtjalised hoiused taas, ühtlasi pidurdus nõudmiseni hoiuste juurdekasv, mis tingis hoiuste juurdekasvu kahanemise marginaalseks (25,2 mln kr).

Ettevõtete hoiuste maht vähenes 2003. a II kvartalis 618 miljonit krooni. Kahanemise põhjustas ettevõtete tähtjaliste hoiuste mahu vähenemine 1,3 miljardi krooni võrra, mida ei suutnud kompenseerida ettevõtete nõudmiseni ja üleõhhoiuste 660 miljoni kroonini ulatunud kvartalikasv. Samaaegselt jätkasid Eesti rahaturu- ja intressifondid jõudsat kasvu, suurenedes kvartaliga 1,6 miljardi krooni võrra. Lisaks eeltoodule kasvasid II kvartali vältel märkimisväärselt ka aktsiafondid (+70 mln krooni) ja II samba pensionifondid (+220 mln krooni). Tõenäoliselt peegeldab ettevõtete tähtjaliste hoiuste kahanemine tendentsi, mille järgi ettevõtted eelistavad tähtjalistele hoiustele üha enam sarnase tulususega, kuid kõrgema likviidsusega fondiosakuid. Kokkuvõttes ulatus ettevõtete hoiuste aastakasv 2003. a II kvartali lõpus 21%ni. Juulis vähenesid

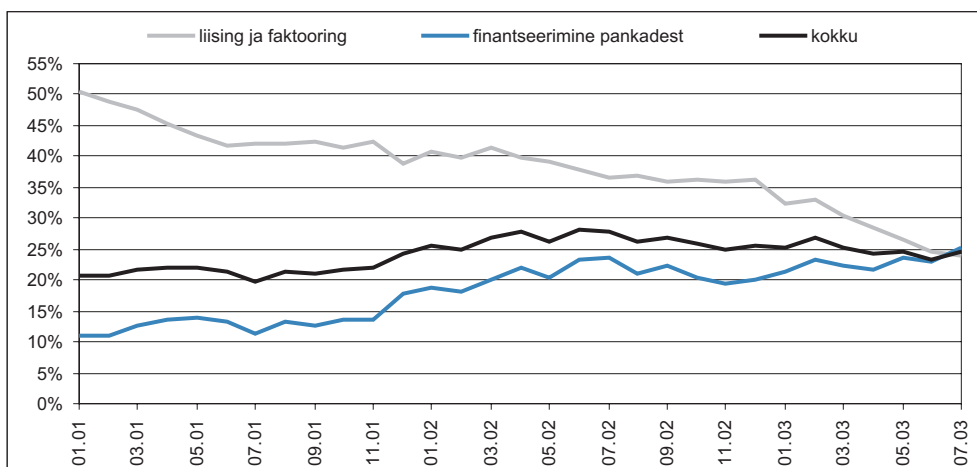
ettevõtete tähtajalised hoiused taas, nõudmiseni hoiused aga kasvasid mõnevõrra, suurendades ettevõtete hoiuste jääki kokku 139,2 mln krooni võrra.

Eelmainitud arengu koosmõjul on viimastel kuudel mõnevõrra suurenenud nõudmiseni hoiuste osakaal M2s – nõudmiseni hoiused moodustasid augusti alguses M2st 57,3% (53,1% II kvartali alguses). Osaliselt võib nõudmiseni hoiuste osatähtsuse kasvu seletada ettevõtete poolse investeerimisfondide aktiivsema kasutamisega, osalt aga eraisikute nõudmiseni hoiuste hooajaliselt kiirema kasvuga. Ka peaks madalam intressitase teoreetiliselt vähendama majandusagentide soovi omada tähtajalisi hoiuseid, sest nõudmiseni hoiuste omamisega kaasnev alternatiivkulu võrreldes tähtajaliste hoiustega on väiksem. Eesti puhul on sellist mõju aga raske hinnata, seda enam, et tähtajaliste hoiuste intresside ja 3 kuu Talibori vahena arvatud pangahoiuste alternatiivkulu võrreldes rahaturufondi osakutega on kahanenud, samas kui rahaturufondide eelistamine on kasvanud.

Tagasihoidliku hoiustamise kõrval püsib reaalsektori võlakoormuse kasv eraisikute laenamise toel endiselt suur. Kuigi laenu- ja liisinguportfelli jääk kasvas II kvartalis 3,1 miljardit krooni (vt joonis 4.5), ületades I kvartali juurdekasvu enam kui kahekordselt, jäi aastakasv sesoonsetel põhjustel mõlemas kvartalis 23–24% vahemikku (ulatudes juulis siiski 24,7%ni; vt joonis 4.6).



**Joonis 4.5. Residentide hoiuste ja reaalsektori kodumaise võlakoormuse kasv kvartali jooksul (mld kr)**



**Joonis 4.6. Kodumaise reaalsektori rahastamise aastakasv**

Samaaegselt oli finantseerimise ja hoiuste suhe halvenenud juuliks mulluselt 1,03lt seni kõrgeima taseme – 1,17ni. Kuna juulis ja augustis oli hoiuste sesoonselt madala taseme tõttu antud efekt pisut võimendatud, on septembris oodata finantseerimise ja hoiuste suhte mõningast stabiliseerumist.

Reaalsektori kodumaise võlakoormuse kasvust moodustas 1,7 mld krooni eraisikute kinnisvara-laenude ja -liisingute jäägi kasv (0,8 mld I kvartalis). Pankade mitmesuguste sooduskampaaniate tulemusena on eraisikute eluasemelaenude kasv ja käive püsinud rekordiliselt kõrgel. Samas kasvas 2003. a II kvartalis mõnevõrra enam ka muudel eesmärkidel võetud laenude ja liisingute jääk (335 mln krooni). Soodsatest laenuitingimustest tulenevalt jätkas eraisikute laenujäägi aastakasvutempo kiirenemist, jõudes kvartali lõpuks 46,3% tasemele. Juulis suurenes eluasemelaenude juurdekasv veelgi, moodustades 0,6 miljardit krooni, kuid muude laenude ja liisingifinantseerimise tagasihoidlikuma kasutamise tulemusena jäi eraisikute võlakoormuse aastakasv 45,8% tasemele.

Ettevõtete võlakoormuse kasv pidurdub jätkuvalt: kui 2003. a märtsi lõpus ulatus ettevõtete võlakoormuse aastakasv 17,5%ni, siis II kvartali lõpus jäi see näitaja 13,5% tasemele. Ettevõtete võlakoormus kasvas kvartaliga enam kui ühe miljardi krooni võrra. Majandussektorite lõikes jätkus II kvartalis tendents, mille kohaselt keskmisest kiiremini suurenes finantseerimine siseturule orienteeritud ettevõtetes – ettevõtete laenude ja liisingute jäägi kasv oli suurim ehituse ja kinnisvara sektoris (võlakoormuse kasv kvartalis 423 miljonit krooni) ning kaubandussektoris (461 miljonit krooni). Tööstussektori finantseerimise kasv ulatus samaaegselt vaid 114 miljoni kroonini. Juulis kasvas varasemast mõnevõrra enam hotellide ja restoranide ning põllumajandusettevõtete laenujääk. Reaalsektori laenamise jätkuv kontsentreerumine kinnisvarasektorisse tingis juunis-juulis kinnisvaralaenude osakaalu kasvu finantseerimisportfellis üle 40% piiri.