

Eesti Pank  
Bank of Estonia

# Rahapoliitiline Ülevaade

Märts 2006

Eesti Panga Rahapoliitilist Ülevaadet (RPÜ) ilmub kaks numbrit aastas. Ülevaate koostamisel ei ole piirdutud üksnes lõppenud kvartalis toimunud muutuste analüüsiga, seetõttu on iga RPÜ numbri puhul viidatud analüüsi valmimise ajale, mitte perioodile, mida selles on käsitletud. Kasutatud on kõige uuemaid andmeid, mis on ülevaate koostamise ajal olnud kättesaadavad.

RPÜ numbreid saab lugeda Eesti suuremates avalikes raamatukogudes ja Eesti Panga veebilehel <http://www.eestipank.info>

RPÜ numbrid on saadaval ka Eesti Panga muuseumis (Estonia pst 11, avatud kolmapäevast reedeni kella 12–17).

Tellimisinfo telefonil 668 0998, tellimused faksil 668 0954 või e-posti aadressil [trykis@epbe.ee](mailto:trykis@epbe.ee)

ISSN 1406-4154  
Toimetaja Kadri Põdra  
Kaanekujundus ja makett Vincent OÜ  
Küljendus Kristiina Krüspan  
Trükitud Tallinna Raamatutrükikojas

# SISUKORD

I MAJANDUSPOLIITILINE KOKKUVÕTE...	4	Realsektori finantseerimine .....	28
<b>EESTI</b> .....	4	Kapitalivood .....	29
Rahapoliitiline keskkond .....	4	<b>ELUASEMELAENUDEGA SEOTUD</b>	
Välis- ja sisenõudlus .....	4	<b>REGULATSIOONID</b> .....	30
Valitsussektor .....	5	V MAJANDUSPROGNOOS 2006–2008 ...	31
Inflatsioon .....	5	<b>MAAILMAMAJANDUS LÄHIAASTATEL</b> .....	32
Prognoos .....	5	<b>EESTI MAJANDUSE VÄLJAVAATED:</b>	
II MAJANDUSARENG .....	7	<b>PÕHISTENAARIUM</b> .....	33
<b>VÄLISKESKKOND</b> .....	7	Majanduskasv .....	33
Üldine taust .....	7	Sisenõudlus .....	34
Ameerika Ühendriigid .....	8	Tööturg .....	36
Jaapan .....	8	Inflatsioon .....	37
Euroala .....	8	Toiduained, alkohol ja tubakas .....	38
Põhjamaad .....	9	Alusinflatsioon .....	38
Kesk- ja Ida-Euroopa riigid .....	9	Kodumajapidamiste kasutatav energia .....	38
Rahvusvahelised finants- ja toormeturud .....	11	Mootorikütus .....	38
<b>EESTI MAJANDUS</b> .....	13	Välistasakaal .....	39
Sisenõudlus .....	13	<b>EESTI MAJANDUSE VÄLJAVAATED:</b>	
Investeeringud .....	13	<b>RISKISTENAARIUMID</b> .....	40
Eratarbimine .....	14	Riskistsenaarium I: sisenõudluse	
Valitsussektor .....	14	kiire kasvu jätkumine laenukasvu toel .....	40
Sisemaine pakkumine .....	15	Riskistsenaarium II: korrektsoon	
Tööstuse areng .....	15	kinnisvarasektoris .....	41
Teenindus ja muud tegevusalad .....	16		
Hõive .....	16		
Välistasakaal .....	17		
<b>VALITSUSE VÕLG</b> .....	19		
III INFLATSIOON .....	21		
Tarbijahinnaindeks .....	21		
Tööjõukulud .....	23		
Krooni reaalkurss .....	24		
<b>ELEKTRIHINNAD EESTIS</b> .....	25		
IV MONETAAR- JA FINANTSSEKTOR .....	26		
Likviidsuskeskkond ja kodumaised			
finantsturud .....	26		
Rahapakkumine .....	27		

# I MAJANDUSPOLIITILINE KOKKUVÕTE

**Euroopa riikide majanduskasv hakkas 2005. aasta kolmandas kvartalis kiirenema**, kuid ei jätkanud neljandas kvartalis sama hoogsalt. Sellegipoolest toetas Eesti peamiste partnerriikide kiirem kasv 2005. aasta teisel poolel ja 2006. aasta alguses ka Eesti majanduskasvu, kuna tugeva väliskeskkonna toel nõudlus suurenes.

Naftahinna tõus ja selle ülekandumine transpordihindadele ja teistele kütuseliikidele mõjutas oluliselt tarbijakorvi kallinemist nii 2005. aasta teisel poolel kui ka 2006. aasta alguses. Lisaks naftahinnale tõusid ka teised toormehinnad.

Kütusehindade kallinemine oli peamine tegur, miks Eesti ja euroala inflatsioonitempo erinevus kujunes varasemast suuremaks. Kui ehitussektor välja arvata, siis sisemaised hinnasurved ei ületanud ikkagi seda taset, mida peetakse pikaajaliselt jätkusuutlikuks.

## EESTI

### Rahapoliitiline keskkond

Hoolimata turuosaliste ootustest tõstis EKP rahapoliitilisi intressimäärasid alles 2005. aasta detsembris, millele järgnes uus tõus 2006. aasta märtsis. Kuna erinevus Eesti ja euroala intressimäärade vahel vähenes, alanesid Eesti pankade väljastatud eluasemelaenude intressimäärad suve lõpuni. Alles aasta lõpus hakkas EURIBORI tõus ka Eesti majandusele mõju avaldama. Siiski on laenuid kallinenud väga vähe ega ole takistanud kiire laenukasvu jätkumist.

Eesti kroon kallines 2005. aastal 2004. aastaga võrreldes enamiku partnermaade vääringute suhtes. Erandiks oli odavnemine Rootsi krooni suhtes. Aasta lõpu ja 2006. aasta algust iseloomustas seevastu krooni odavnemine teiste vääringute suhtes.

Reaalkursi kallinemine tööstusriikidest kaubanduspartnerite vääringute suhtes jäi nii 2005. aastal kui ka uue aasta algul 3,0–3,5% vahemikku. Seda võib pidada pikaajalisele keskmisele tasemele vastavaks.

### Välis- ja sisenõudlus

**2005. aasta teisel poolel kiirenes sisemajanduse koguprodukti (SKP) kasv peaaegu 11%ni ning aasta keskmisena 9,8%ni.** Esialgsed hinnangud viitavad sellele, et kasv püsis kiire ka 2006. aasta algul.

Nõudluse kasv Eesti peamistel eksporditurgudel oli viimaste aastate kiiremaid. Kaupade ja teenuste väljaveo kasvutempo vastupidiselt ootustele ei alanenud, vaid isegi kiirenes. Kuna varasemate aastate suur investeerimisaktiivsus hoogustas majanduskasvu, siis vastas ka pakkumine nõudlusele ning eksport suurenes koos nõudlusega. Laiapõhjalist kasvu toetasid välis- ja sisenõudlus. Kasv oli kiire peaaegu kõigil tegevusaladel ning töötleva tööstuse harudes.

Sisenõudlus suurenes teisel poolaastal välisnõudlusest siiski kiiremini. Kuigi **eratarbimise kasv hoogustus**, jäi see sissetulekute kasvust aeglasemaks. Ka **kodumajapidamiste säästus suurenesid**. Madalad laenuintressimäärad ja tihe konkurents pangandusturul suurendas laenuhakkumist, mis koos kasvanud säästudega soodustasid elamuehitust. See tõi taas päevakorda küsimuse majandusarengu pikaajalisest tasakaalustatusest. Küsimus muutus aktuaalseks seda enam, et jooksevkonto puudujäägi vähenemine teisel poolaastal peatus ning investeeringud suurenesid kodumajapidamiste säästudest kiiremini.

Just elavnev ehitustegevus koos kinnisvaraarendusega kiirendasid SKP kasvu üle potentsiaalse taseme. Ehitussektoris oli selgelt näha, et pakkumine ei jõua nõudlusele järele, mistõttu tõusid tootmiskulud. See tõttu kasvasid kinnisvarasektori hinnad laenukasvu toel ligikaudu 30%.

Kuna aktiivse elamuehituse tõttu jäi investeeringute tase kõrgeks, siis ei paranenud ka välistasakaal nii palju, kui kodumajapidamiste säästude suurenemine seda eeldanuks. Eelmise aastaga võrreldes paranes jooksevkonto ja SKP suhe 2005. aastal siiski ligi 1,5 protsendipunkti võrra. Püsivalt suure

investeeringuvajaduse katteks ei piisanud välismaistest otseinvesteeringutest ja seetõttu tuli umbes pool vajadusest katta välislaenudega. Aasta lõpuks kasvas Eesti välisvõlg ligikaudu 90%ni SKPst.

#### Valitsussektor

Kiireneva majanduskasvuga kaasnes **hea maksutulude laekumine** ning 2005. **eelarveaasta lõppes viiendat aastat järjest ülejäägiga**. Viimane moodustas 1,6% SKPst ning oli eelmise aasta ülejäägist veidi suurem, kuid arvestades majanduskasvu kiirenemist pidanuks olema veelgi suurem.

Nagu varemgi, toetasid valitsussektori säästud oluliselt välistasakaalu paranemist. Valitsussektori võla koormus alanes aasta lõpuks 4,8%le SKPst.

2006. aastal jätkus üksikisiku ja ettevõtte tulumaksu määrade alandamine. Siiski ei tähenda see üldise maksukoormuse märkimisväärselt langust, sest aasta algul tõsteti keskkonnamaksude ja sotsiaalmaksu miinimummäära ning eeldatavasti kasvavad palgad kiiremini kui SKP.

Majanduse kiire kasvu jätkumine ja Riigikogus heaks kiidetud riigieelarve, mis seab eesmärgiks mõelduka ülejäägi, lubavad 2006. aasta kokkuvõtteks prognoosida valitsussektori ülejääki kuni 1,2% SKPst. Mõningast ohtu kujutab seejuures kohalike omavalitsuste laenukoormuse suurenemine.

#### Inflatsioon

Kui 2004. aastale oli iseloomulik toidukaupade kallinemine pärast Euroopa Liidu ühtse põllumajanduspoliitika ülevõtmist, siis **2005. aastal mõjutasid tarbijahindu kõige enam kütuse- ja energiahinnad**.

Pärast märtsi algusse kavandatud elektrihinna tõstmist hakkas inflatsioon ootuspäraselt alanema. See kestis juunini, mil naftahind maailmaturul tõusis. Mootorikütuse jätkuv kallinemine kandus üle transporditeenuste hindadesse ning tõi sügisel küttehooaja alguses kaasa kõigi kütuseliikide hinnatõusu. Tarbijahindade kasv oli seetõttu heitlik ning aasta **keskmise**

**inflatsioonitempo oli 4,1%**. Kuna naftahind püsis kõrge, ei aeglustunud tarbijahindade kasv ka 2006. aasta esimestel kuudel.

Madalama elatustaseme tõttu moodustavad kütusega seonduvad kaubad ja teenused Eesti kodumajapidamiste ostukorvis suurema osa kui Euroopa Liidus keskmiselt. Seetõttu avaldas nafta kallinemine Eestis inflatsioonile suuremat mõju. Inflatsioonitempo erinevus euroala riikide omaga suurenes ligikaudu kahe protsendipunkti võrra. Pikemas ettevaates võib sellist erinevust tänu tootlikkuse kiiremale kasvule ja sellest tulenevale elatustaseme ühtlustumisele pidada igati ootuspäraseks.

Ka 2005. aastal oli vähe märke sisemaistest inflatsiooniturvetest, erandiks vaid ehitus- ja kinnisvarasektor. Ehkki nominaalpalkade kasv kiirenes ligikaudu 11%ni, oli see tasakaalus tootlikkuse suurenemisega ning püsihinnas mõõdetud tööjõu ühikukulud alanesid teist aastat järjest. Seetõttu kiirenes ka alusinflatsioon mõeldukalt.

#### Prognoos

Euroopas oodatakse majanduskasvu elavnemist 2006. aasta teisel poolel. Kuigi arvatakse, et üleilmne majanduskasv aeglustub 2008. aastal lõpul mõnevõrra, võib ekspordisektori kiire kasv jätkuda. Eesti Panga prognoosi kohaselt püsib majanduskasv jõuline – 2006. aastal 8,1% ning kahel järgmisel aastal vastavalt 7,6% ja 6,9%.

Ehkki palkade kasv prognoosi järgi kiireneb, ei ole ette näha sisemaiste hinnasurve olulist tugevnemist ning peamiseks hinnastabiilsust ohustavaks riskiks jääb hindade kallinemine üleilmsel toormeturul. Aastail 2006–2008 jääb tarbijahindade aastakasv prognoosi kohaselt 3,0–3,7% vahemikku.

Valitsussektor tervikuna käitub lähiaastatel eeldatavasti konservatiivselt ja eelarve jääb kogu prognoosiperioodi vältel ülejääki või tasakaalu. Arvatavasti kiireneb juba käesoleval aastal valitsussektori investeeringute kasv eelkõige infrastruktuuriinvesteeringute toel. Valitsussektori koguvälisvõlg kahaneb

püsivalt ja kindlalt, jõudes 2008. aastaks 2,8%ni SKPst.

Majanduse tasakaalulist arengut ohustab eelkõige laenuõudlus, mis võib osutada prognoositust

suuremaks. Aktiivne laenamine kiirendab eeskätt kodumajapidamiste investeringute, kuid ka era-tarbimise kasvutempot, mis võib välistasakaalu paranemist pidurdada või selle lühiajaliselt isegi peatada.

**Tabel 1. Eesti olulisemad majandusnäitajad**

	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
SKP reaalkasv (%)	4,5	0,3	7,9	6,5	7,2	6,7	7,8	9,8
Kaupade ja teenuste ekspordi kasv (%)	5,4	0,8	28,4	-0,2	0,8	5,8	16,0	21,3
Kaupade ja teenuste impordi kasv (%)	6,3	-5,4	28,1	2,1	3,8	10,6	14,6	17,4
Jooksevkonto tasakaal (% SKPst)	-4,4	-4,4	-5,5	-5,6	-10,2	-12,0	-12,5	-10,5
Valitsussektori eelarve tasakaal (% SKPst)	0,4	-3,7	-0,4	0,3	1,0	2,4	1,5	1,6
Tarbija hinna 12 kuu indeks (%)	29,0	3,3	4,0	5,8	3,6	1,3	3,0	4,1
Kommertspankade koondbilansi maht (% SKPst)	36,1	57,6	62,2	65,5	69,9	77,6	94,4	112,2
Kommertspankade kapitali adekvaatsus (%)	14,5	16,1	13,2	14,4	15,3	14,5	13,3	11,7
Täise/OMX Tallinn muut (%)		38,3	10,1	4,7	20,6	34,4	65,6	48,0
Kommertspankade koondportfelli maht (% SKP suhtes)	17,3	32,4	36,4	38,5	42,2	54,3	65,4	76,1
M2 (% SKPst)	26,3	32,0	35,1	38,6	38,3	39,4	41,1	50,1
Välisvõlg (% SKPst)	43,6	54,8	54,4	55,5	60,1	68,7	81,2	89,9
3 kuu TALIBOR (%; aasta keskmine)		7,8	5,7	4,0	3,5	2,6	2,4	2,6

## II MAJANDUSARENG

### VÄLISKESKKOND

#### Üldine taust

2005. aasta teisel poolel püsis **üleilmne majandusaktiivsus kõrge** ning aasta kokkuvõttes oli **üleilmne majanduskasv 3,4%**<sup>1</sup>. Samas oli majandusareng eriti aasta viimases kvartalis erinevates piirkondades erinev: Ameerika Ühendriikides majanduskasv aeglustus, Jaapanis kiirenes ning euroalal jätkus järkjärguline elavnemine. 2006. aasta alguskuudel laekunud majandusandmetel (tööstustoodang, jaemüük ja aktiivsusindeksid) püsib Jaapanis kõrge majandusaktiivsus, Ameerika Ühendriikides majanduskasv kiireneb taas ning hoogustub ka euroalal.

Kokku prognoositakse 2006. aasta üleilmseks majanduskasvuks 3,5%, mis on ühe protsendipunkti võrra kiirem kui 2005. aastal. 2007. aastaks oodatakse, et üleilmne majandusaktiivsus aeglustub veidi.

Inflatsioon järgis 2005. aasta lõpus ja 2006. aasta alguses põhiliselt naftahinna muutusi mõningase

viivitusega. Pärast naftahinna kiiret tõusu ligi 70 dollarini barrelist 2005. aasta augusti lõpus kiirenes ka tarbijahindade kasv. Ameerika Ühendriikides tõusis THI aastakasv septembris 4,7%ni ja euroalal 2,6%ni. Jaapani tarbijahinnad hakkasid tõusma 2006. aasta alguses, mil aastane hinnakasv ulatus 0,5%ni. Erinevalt üldinflatsioonist ei avaldunud hinnakasvu kiirenemine alusinflatsioonis, mis naftahinda ei arvesta. Alusinflatsioon pigem aeglustus Ameerika Ühendriikides ja euroalal. 2006. ja 2007. aastaks prognoositakse inflatsiooni mõningast langust, mis ei pruugi aga teostuda, kui nafta ja teiste toormete kiire hinnatõus jätkub.

Kuna majanduskasv on püsinud pikaajalisel tasemel ja inflatsiooni tuleb ohjeldada, tõstsid mitmed keskpangad baasintressimäära. Tõenäoliselt vähendatakse rahapoliitilisi stiimuleid ja tõstetakse baasintressimäärasid ka edaspidi.

Tabel 2.1. Maailmamajanduse prognoosid

	SKP kasv (%)		Inflatsioon (%)	
	2006	2007	2006	2007
Ameerika Ühendriigid	3,3	2,9	2,9	2,3
Euroala	2,0	1,8	2,0	2,0
Saksamaa	1,7	1,0	1,6	2,3
Prantsusmaa	1,9	2,0	1,7	1,6
Itaalia	1,2	1,2	2,0	1,9
Soome	3,2	2,7	1,5	1,8
Rootsi	3,4	2,7	1,2	1,9
Jaapan	2,9	2,2	0,4	0,5
Maailmamajandus kokku	3,5	3,1	2,6	2,4

Allikas: *Consensus Forecasts*, aprill 2006

<sup>1</sup> *Consensus Forecasts*, aprill 2006.

### Ameerika Ühendriigid

Ameerika Ühendriikide majandusaktiivsus alanes 2005. aasta teisel poolel. SKP aastakasv oli III kvartalis 3,6% ja IV kvartalis vaid 3,2%. Järsult vähenes nii eratarbimise, valitsussektori kui investeringute kasvukiirus. Tuntavalt suurenes laovarude panus majanduskasvu.

Majandusaktiivsuse alanemist kinnitasid tööstustoodangu ja jaemüügi näitajad. Tööstustoodangu aastakasv langes septembris 2,0%ni ja jaemüügi aastakasv detsembris 5,8%ni. 2006. aasta alguskuudel laekunud andmed näitavad, et majandusaktiivsus vähenes siiski ajutiselt. Jaemüügi aastakasv püsis 2006. aasta jaanuarist märtsini kindlalt üle 7,5% taseme ning tööstustoodangu aastakasv tõusis märtsis 3,6%ni. Hõive kasvas jätkuvalt kiiresti ja tööpuudus vähenes 2006. aasta jaanuaris ja märtsis 4,7%le. Tarbijahindade inflatsioon tõusis 2005. aasta septembris peamiselt naftahinna tõusu tõttu 4,6%ni ning langes seejärel 3,4–4,0% vahemikku. Toormehindade edasine kallinemine võib tuua kaasa inflatsiooni uue tõusu 2006. aastal.

Riigieelarve puudujääk, mis 2004. aasta keskel ulatus 3,5%ni SKPst, alanes 2005. aasta lõpuks 2,7%ni SKPst. Jooksevkonto puudujääk suurenes samas veelgi: 2005. aasta IV kvartalis saavutas see ajaloolise rekordtaseme, ületades 7% SKPst.

Intressitaseme tõusu tõttu hakkas tarbimislaenu kasvatamine alates 2005. aasta oktoobrist järsult aeglustuma ning ilmnis esimesi märke kinnisvaraturu jahenemisest.

### Jaapan

Jaapani majanduskasv tugevnes 2005. aasta teisel poolel. SKP aastakasv IV kvartalis oli majanduslanguse järgse perioodi kõrgeim (4,0%). Kiire majanduskasv jätkus ka 2006. aasta alguses. Tööstustoodangu aastakasv oli veebruaris viimase 15 kuu suurim

(3,9%) ja ekspordi aastakasv viimase kaheksa ja poole aasta suurim (20,7%). Kiire majanduskasv on toonud kaasa vähenenud tööpuuduse, mis langes veebruaris viimase seitsme ja poole aasta madalaimale tasemele (4,1%).

Naftahinna tõusu ja kiirenenud majanduskasvu tõttu võib Jaapanis lõppeda pikka aega kestnud deflatsioon. 2006. aasta jaanuaris ja veebruaris oli tarbijahindade aastakasv positiivne (0,4–0,5%) ning esimest korda viimase 15 aasta jooksul pöördus positiivseks ka maahinna aastakasv.

Esiletõstmist väärib üks muutus Jaapani rahapoliitikas. Kuna pikka aega väldanud deflatsioon jõudis lõpule, otsustas riigi keskpank lõpetada senise majanduskasvu tugevasti soodustava rahapoliitika ja vähendada rahamassi kasvu. Lisaks võidakse teisel poolaastal tõsta baasintressimäära.

### Euroala

**Euroala majanduskasv püsis 2005. aasta teisel poolel stabiilne**, alanedes veidi kvartali, kuid tõustes aasta arvestuses. SKP aastakasv oli III ja IV kvartalis vastavalt 1,6% ja 1,8% ning see oli suhteliselt ühtlane nii erinevate riikide kui ka sektorite lõikes. 2006. aasta alguskuudel laekunud andmete põhjal majandusaktiivsus kiireneb. Kõige järsemalt on tõusnud aktiivsusindeksid: Saksamaa IFO indeks tõusis märtsis viimase 15 aasta ja euroala tööstus- ja teenindussektori ostujuhtide indeks<sup>2</sup> viimase viie ja poole aasta kõrgeimale tasemele.

Euroala tarbijahindade inflatsioon tõusis nafta hinnatõusu toel 2005. aasta septembris 2,6%ni, langedes märtsiks taas 2,2%le. Tarbijahindade alusinflatsioon alanes 2006. aasta jaanuaris ja veebruaris 1,2%ni, mis on viimase viie aasta madalaim. Majandusaktiivsus on suur ja seetõttu on ka tööpuudus alanenud: 2006. aasta veebruariks langes see viimase kolme ja poole aasta madalaimale tasemele (8,2%).

<sup>2</sup> Purchasing Managers' Index (PMI).



Kuna majanduskasv kiirenes ja ilmnedid inflatsiooni-  
surved, hakkas Euroopa Keskpank baasintressimää-  
ra tõstma. Rahvusvaheliste finantsturgude prognoosi  
järgi tõstetakse baasintressimäära 2006. aastal veel  
kaks-kolm korda.

### Põhjamaad

**Soome** majandusaktiivsus hakkas 2005. aasta  
III kvartalis taastuma ning hoogustus aasta lõpus  
veelgi. Majanduskasv oli aasta kokkuvõttes 2,1%.  
2006. aasta jaanuaris kiirenes see 3,3%ni. Kasvu  
toetas peamiselt kodumaise nõudluse suurenemine.

Nii jae- kui hulgemüügi mahud on pidevalt kasvanud,  
viidates kodumajapidamiste jätkuvale tarbimisvalmi-  
dusele. Jaekaubandus sai möödunud aastal võitu aasta  
alguses aset leidnud seisakust – aastakasv oli 2,2%.

Tööstussektori madalseis süvenes 2005. aasta  
viimastes kvartalites üha enam ning tootmismahud vä-  
henes kiiresti pea kõigis olulisemates tööstusharu-  
des. Esimest korda kümne aasta jooksul kahanes  
tööstustootmine 2005. aasta kokkuvõttes 2,8%.

Väliskaubanduses jätkusid 2005. aasta lõpus vara-  
semad trendid: import kasvas kiiremini kui eksport  
(vastavalt 15% ja 7%) ning bilansi ülejääk vähenes  
8,5 miljardi euron. Aasta keskmise inflatsiooni ulatus  
möödunud aastal 0,9%ni. Tarbijahindade tõusu põh-  
justas pea kogu aasta jooksul vedelkütuste hinnakasv,  
kuid inflatsiooni mõjutasid ka kallinenud elamiskulud  
ning rendi- ja restoranihinnad. Pärast inflatsiooni mõ-  
ningast aeglustumist 2006. aasta jaanuaris kiirenes  
hinnakasv veebruaris taas 0,9%ni ning jäi märtsis  
samale tasemele püsima.

**Rootsi** majandus kasvas 2005. aastal hoogsalt  
– aasta kokkuvõttes suurenes sisemajanduse kogu-  
produkt 2,7%. Möödunud aasta viimastes kvartalites  
suurenes oluliselt majapidamiste tarbimine, sest  
keskpank alandas 2005. aasta juunis intressimäära  
50 baaspunkti võrra.

Möödunud aasta viimaste kuude jaemüügi mahud üli-  
kiire kasv (detsembris viimase 15 aasta kiireim kasv

10,7% aasta arvestuses) annab kinnitust koduma-  
japidamiste suurenenud tarbimisest. Võrreldes sa-  
ma perioodiga 2005. aastal, kasvas jaekaubandus  
2006. aasta jaanuaris ja veebruaris vastavalt 7,9%  
ja 7,7%.

Tööstustootmine suurenes 2005. aasta kokkuvõttes  
1,5%. 2006. aasta jaanuarikuu tootmismahud ületas  
ootusi, kasvades detsembriga võrreldes 1,7%.  
Tootmismahud hakkasid suurenema 2005. aasta kesk-  
paigast ning aastakasv oli 5,9%.

Rootsi väliskaubandus järgis 2005. aastal samu  
trende mis Soomegi: eksport kasvas taas aeglasemalt  
kui import (aastakasv vastavalt 4,4% ja 7,1%) ning  
bilansi ülejääk vähenes 141 miljardi Rootsi kroonini.  
2006. aasta alguses kasvas aga eksport impordist  
kiiremini (aastakasv vastavalt 23% ja 18%).

Inflatsioon on viimastel aastatel olnud suhteliselt  
madal. 2005. aasta lõpukuudel kasvasid tarbijahin-  
nad peamiselt kallinenud elektrienergia tõttu (põh-  
juseks kõrgemad kütusehinnad). Aasta kokkuvõtte-  
s oli inflatsioon 0,5%. 2006. aasta veebruaris kiire-  
nes inflatsioon 0,6%ni, märtsis aga juba 1,1%ni. Et  
kaitsta majandust inflatsiooni eest, on Rootsi kesk-  
pank 2006. aastal juba kaks korda tõstnud baas-  
intressimäärasid – 25. jaanuaril 0,25 baaspunkti ehk  
1,75%ni ning 22. veebruaril veel 0,25 baaspunkti  
ehk 2,0%ni.

### Kesk- ja Ida-Euroopa riigid

**Tšehhi** 2005. aasta majanduskasv kiirenes aas-  
ta viimastes kvartalites ning ulatus kokkuvõttes  
6,0%ni, mis oli ühtlasi viimase 13 aasta kõrgeim  
näitaja. Jõulisemat majanduskasvu toetas eksport,  
tänu millele saavutas kaubavahetus 2005. aastal  
esimest korda ülejäägi 40,36 miljardit Tšehhi  
krooni. Ekspordi- ja impordi aastakasv oli vastavalt  
7,7% ja 4,6%. Tööstustootmine suurenes 2005.  
aastal 5,7%. Tarbijahindade kasv püsis madal ning  
oli aasta arvestuses 1,6%. 2006. aasta alguses  
kiirenes inflatsioonitempo 2,8%ni. 2005. aasta  
kokkuvõttes oli valitsussektori eelarve puudujääk  
2,8% SKPst.

**Poola** SKP kasvas 2005. aasta lõpus jõudsasti. Majanduskasv oli aasta kokkuvõttes 3,2%. Tarbijahinnad kallinesid keskmiselt 2,2%. 2006. aasta jaanuaris aeglustus aga inflatsiooni aastakasv 0,6%ni. Poola keskpank alandas mitu korda baasintressimäära; 2006. aastal oli see läbi aegade madalaimal tasemel. Poola jaoks on endiselt tähtsaim küsimus valitsuse eelarve ülemäärase puudujäägi (2005. aastal 3,4% SKPst) ning avaliku sektori võlataseme vähendamine.

**Ungari** majanduskasv aeglustus 2005. aasta lõpus mõnevõrra, kuid ulatus aasta kokkuvõttes siiski 4,1%ni. Nagu eelnevatelgi aastatel, soodustas majanduskasvu peamiselt kaupade ja teenuste eksport. Ekspordi ja impordi keskmine aastakasv kiirenes eelmisel aastal vastavalt 11% ja 6%. Tööstustoodangu aastakasv oli 7,3%. Tarbijahinnad suurenesid möödunud aasta kokkuvõttes 3,5%, kuid 2006. aasta jaanuaris aeglustus inflatsioon 2,7%ni, mis on ühtlasi madalaim tase viimase 29 aasta vältel. Riigi suurimaks riskiallikaks on valitsuse eelarve puudujääk, mis 2005. aasta kokkuvõttes oli 6,1% SKPst.

**Slovakkia** majanduskasv hoogustus 2005. aasta viimastes kvartalites veelgi (IV kvartalis 7,5%) ning oli aasta kokkuvõttes 6%. Tööstustootmine suurenes aastaga 3,8%. Tootmismahu kasvu pidurdas eeskätt mäe- ja elektroonikatööstus. Impordi aastakasv oli ekspordi omast suurem (vastavalt 13,7% ja 11,5%) ning väliskaubanduse puudujääk ulatus 76 miljardi Slovakkia kroonini. Inflatsioon alanes 2004. aastaga (7,5%) võrreldes tunduvalt madalamale tasemele (2,8%).

**Läti** majandus kasvas jõudsalt. Kui 2004. aastal oli majanduskasv 8,5%, siis 2005. aastal lausa 10,2%. Seega oli Läti kõige kiirema majanduskasvuga riik Euroopa Liidus. Läti Statistika Keskbüroo hinnangul oli aastakasv kiireim II ja III kvartalis – vastavalt 12,8% ja 12,3%. Läti majanduskasvu toetasid jätkuvalt teenindavad tegevusalad: kaubanduse maht kasvas aastaga 16,2%, veonduse ja side oma 15,9% ning ehituse maht 15,5%. Töötleva töös-

tuse 6,3%ne aastakasv jäi selle taustal suhteliselt tagasihoidlikuks.

Läti majanduse kiireneva kasvu taga on suuresti just eratarbimist soodustav palgakasv – 2005. aastal tõusid brutopalgad Lätis ligi 16,5%, samas kui 2004. aasta palgakasv oli eelneva aastaga võrreldes alla 10%. Läti majanduse põhiprobleem on 2004. aasta keskpaigas alanud kiire hinnatõus. Kui 2004. aasta keskel hoogustasid hinnatõusu peamiselt ELiga ühinemisega kaasnenud ühekordsed mõjurid, siis 2005. aasta lisandus neile järelmõjudele veel ka energiahindade kiire tõus. Kuna maagaas kallineb lähema paari aasta jooksul veelgi, eeldatakse energiahindade edasist tõusu.

Suure sisenõudluse mõjul halvenes Läti välistasakaal. Kui 2004. aastal moodustas jooksevkonto puudujääk 10% SKPst, siis 2005. aasta lõpus oli see 15%.

**Leedu** majandus kasvas Balti riikidest kõige tagasihoidlikumas tempos. SKP aastakasv oli 2005. aastal 7,5% (2004. aastal 7,0%). Kogu Euroopa Liidu taustal oli Leedu majanduskasv siiski väga kiire. Seda toetas, nii nagu Eesti ja Läti puhulgi, kaupade ekspordikasvu ja sisenõudluse kiirenemine. Kuigi tarbijahindade kasv oli Leedus aeglasem kui teistes Balti riikides, kiirenes see 2006. aasta alguses 3% juurde.

Ka Leedu välistasakaal on kiire majanduskasvu tõttu halvenenud. Samas on 7,5%ne jooksevkonto puudujääk SKP suhtes Balti riikide väikseim.

**Venemaa** majanduskasv jätkas 2005. aastal samas tempos mis 2004. aastal, ehkki SKP kasv vähenes 7,2%lt 6,4%le. 2006. aasta algul oli majanduskasv suhteliselt aeglane – näiteks tööstustoodang suurenes I kvartalis vaid 3%.

Endiselt on probleemiks tarbijahindade kiire tõus. I kvartali 10,8%ne tarbijahindade kasv oli tunduvalt kiirem kui valitsuse eesmärgiks seatud 8,5%. Positiivne on see, et lõpetanud 2005. eelarveaasta 7,5%se ülejäägiga SKP suhtes, suurenes Venemaa föderaal-eelarve ülejääk 2006. aasta I kvartalis 10,9%ni.

Keskpanga välisreservid kasvasid aprilli keskpaigaks 212 miljardi dollarini ehk rohkem kui viis korda 2003. aasta algusega võrreldes.

Rahvusvahelised finants- ja toormeturud **Valuutaturgudel** ei olnud USA dollari kursil teiste põhivaluutade suhtes kindlat trendi. Euroga kaubeldi dollari suhtes hinnavaheemikus 1,16–1,23. Euro tugevnes 2,7%. Inglise naela kurss muutus dollari suhtes vähe (1,1%). Jaapani jeen nõrgenes dollari suhtes 3,2%, kuna positiivsetele majandusandmetele (sh kiire majanduskasv) vaatamata ei tõstnud Jaapani keskpank baasintressimäära ja seetõttu suurenes intresside vahe endiselt dollari kasuks.

Dollari kurssi mõjutasid vastandlikud tegurid. Negatiivselt mõjus see, et USA jooksevkonto puudujääk suurenes IV kvartalis 7,1%ni SKPst, samas kui dollarit toetasid endiselt positiivsed majandusuudised ja baasintressimäära tõstmine.

Muudest olulistest arengusuundadest võib nimetada seda, et mitmed kõrge intressimääraga väeringud nõrgenesid (näiteks Islandi kroon, Uus-Meremaa dollar). Need väeringud, mis varem intressimäärade tõusu toel olid pikka aega tugevnenud, hakkasid majanduskasvu aeglustudes nõrgenema.

**Tabel 2.2. Põhivaluutade kursimuutused**

	30.09.2005	18.04.2006	Muut (%)
EUR/USD	1,2026	1,2347	2,7
GBP/USD	1,7643	1,7833	1,1
USD/JPY	113,51	117,13	3,2

Peamistel **aktsiaturgudel** jätkus tugev tõusutrend. Enim tõusis Jaapani aktsiaindeks Nikkei 225, kajastades nii kõrge majandusaktiivsusega kaasnevat optimismi kui ka reaktsiooni märkidele pikaajalise deflatsiooni lõppemisest. Ka euroala aktsiaindeks FTSE Eurobloc 300 kasvas jõudsalt (10,2%), sest euroala majanduskasv kiirenes. Veidi tagasihoidlikumalt kerkisid aktsiahinnad Ameerika Ühendriikides, kus S&P 500 indeks tõusis 6,4%.

Ühendriikides on aktsiahindade kasvu pidurdanud see, et keskpank on juba pikemat aega tõstnud baasintressimäära. Samuti arvestab osa investoreid võimalusega, et USA majanduskasv võib 2006. aasta teisel poolel aeglustuda.

**Tabel 2.3. Suuremate aktsiaturgude indeksid**

	30.09.2005	18.04.2006	Muut (%)
USA (S&P 500)	1228,81	1307,65	6,4
USA (Nasdaq koondindeks)	2151,69	2356,14	9,5
Jaapan (Nikkei 225)	13 574,3	17 232,86	27,0
Euroala (FTSE Eurobloc 300)	1300,85	1457,94	12,1

**Võlakirjaturgudel** tõusid intressimäärad, kuna mitu keskpanka tõstis baasintressimäära. See oli tingitud kõrge majandusaktiivsusest ja suurenenud inflatsiooniohust.

Ühendriikide Föderaalreserv jätkas majanduskasvu soodustavate rahapoliitiliste stiimulite vähendamist, tõstes baasintressimäära neli korda (100 baaspunkti võrra ehk 4,75%ni). Sama palju tõstis baasintressimäära ka teine Põhja-Ameerika keskpank – Kanada keskpank.

Euroalal alustas Euroopa Keskpank möödunud aasta lõpul rahapoliitika karmistamist, tõstes baasintressimäära detsembris ja märtsis kokku 50 baaspunkti võrra ehk 2,5%ni. Euroopa keskpankadest tõstsid sama palju baasintressimäära ka Rootsi ja Norra keskpank (vastavalt 2,0% ja 2,5%ni). Lisaks tuleb ära märkida muutus Jaapani rahapoliitikas: keskpank otsustas vähendada rahamassi kasvu. Kümne aasta intressimäärad tõusid Ameerika Ühendriikides 66 baaspunkti, euroalal 80 baaspunkti ja Jaapanis 48 baaspunkti võrra.

**Toormeturgude** hinnad tõusid 2005. aasta viimases ja 2006. aasta esimeses kvartalis uue hooga. Seetõttu kasvas CRB toormehindade indeks 7,8%, olles eelnevalt ligi kaks aastat püsinud kitsas vahemikus. Toormehindade tõus on tingitud kiirest

**Tabel 2.4. Tulususe muutused suurematel võlakirjaturgudel**

	3 kuu intressimäär			10 aasta intressimäär		
	30.09.2005	18.04.2006	Muut (baaspunkti)	30.09.2005	18.04.2006	Muut (baaspunkti)
USA	3,55	4,72	117	4,33	4,99	66
Jaapan	0,002	0,049	4,7	1,48	1,96	48
Euroala	2,17	2,69	52	3,15	3,95	80

majanduskasvust, mis on omakorda suurendanud nõudlust peamiste toormete järele. Nafta hind oli väga muutlik: eelmise aasta lõpus langes see 55 dollarini, kuid tõusis aprilli keskel üle 70 dollari barrelist (umbes 7,7%). Kulla hind kallines 469 dollarilt üle 600 dollari untsist ehk 32%. Erinevalt varasematest aastatest polnud kullahinna kiire tõusu peapõhjus dollari nõrgenemine, vaid pigem suurenenud inflatsioonioht arenenud riikides ja metallihindade üldine järsk

kallinemine (CRB metallihindade indeks suurenes üle 50%).

**Tabel 2.5. Peamised muutused toormeturgudel**

	30.09.2005	18.04.2006	Muut (%)
CRB indeks	294,61	319,28	8,4
Toornafta (WTI: USD/barrel)	66,24	71,35	7,7
Kuld (USD/unts)	469,30	621,07	32,3

## EESTI MAJANDUS

Eesti majanduse kasv hoogustus 2005. aasta teisel poolel väliskeskkonna paranedes ja sisenõudluse tugevnedes. SKP reaalkasv ulatus aasta lõpul üle 10% ning kiire kasv jätkus ka uue aasta algul.

Vastupidiselt ootustele kiirenes märkimisväärselt kaupade väljavedu, samas kui teenuste ekspordi kasv jäi tagasihoidlikuks. Sisenõudlust soodustas investeeringute kasv, seda eriti elamuehituses. Koos sissetulekutega kasvasid ka kodumajapidamiste säästud, mis tõi kaasa välistasakaalu mõõduka paranemise. Nii nagu varemgi, mängis siin olulist rolli valitsuse eelarve ülejääk.

### Sisenõudlus

Sisenõudlus kasvas 2005. aasta teisel poolel kiiremini kui tulud. Seejuures kiirenes nii eratarbimise, valitsussektori lõpptarbimiskulutuste kui ka investeeringute kasv (vt joonis 2.1).

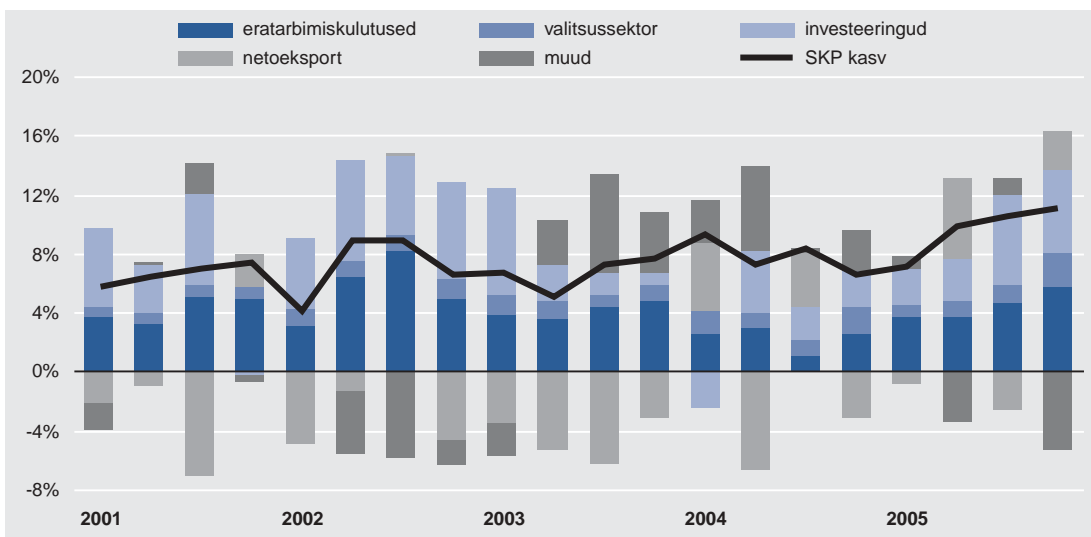
Sisenõudluse kiire kasv jätkus 2006. aasta esimestel kuudel. Eratarbimine hoogustus, sest tarbijad tundsid tugevamat kindlustunnet ning ka jaemüügi mahu kasv kiirenes IV kvartali 11,0%lt 16,5%ni jaanuaris-veebruaris. Lisaks soodustasid

eratarbimist kodumajapidamiste suuremad sissetulekud ja kiire laenukasv. Aasta alguses püsis kõrgel ka investeerimisaktiivsus ning ehitusettevõtete hinnangud majandusolukorrale paranesid veelgi.

### Investeeringud

Enamik tulutasemete ühtlustumist käsitlevatest uuringutest möönab, et majanduskasv ja kapitalimahutused on omavahel tihedalt seotud. Ka Eestis nõuab tulutaseme lähenemine arenenud riikide omale keskmisest suuremaid põhivarainvesteeringuid aastakümnete jooksul.

2005. aasta ei olnud selles mõttes erandlik. Pärast mõningast vähenemist tõusis investeeringute osatähtsus jooksevhindades 2005. aasta keskel taas üle 32% SKP suhtes. Positiivne oli see, et ettevõtete investeeringute kasvu roll kogu majanduse investeeringute kasvus suurenes samas pidevalt. 2005. aasta teisel poolel moodustas ettevõtete põhivara investeeringute kasv 43% kogu põhivara-investeeringute kasvust (esimesel poolaastal 31%). Kiirenesid nii töötleva tööstuse kui ka veonduse, laonduse, side ning ehituse ja kinnisvarategevusega seotud ettevõtete, aga ka avaliku sektori investeeringud.



Joonis 2.1. SKP reaalkasv ja selle komponendid

Elamuehitus sai 2005. aasta teisel poolel uut hoogu juurde, sest kodumajapidamised olid majanduskasvu suhtes optimistlikud ning sissetulekud kasvasid kiiresti. Lisaks pikenesid uute eluasemelaenude tähtaajad.

Ka 2006. aasta algul toetasid investeerimisaktiivsust endiselt soodsad majanduskasvu väljavaated. Palju investeeriti taas elamuehitusprojektidesse ning ka valitsussektor tegi suuri kapitalimahutusi, millest osa olid välistoetused.

### Eratarbimine

Eratarbimine elavnes aasta teisel poolel ning tõi kaasa tarbekaupade impordi kasvu. Tarbimist soodustas keskmise palga kiirenenud kasv ning suurenenud tööhõive. Keskmine brutopalk kasvas teisel poolaastal 11,8%; nominaalse netopalgas kasv ületas taas 14% taseme. Keskmise pensioni kiire tõus oli veelgi märkimisväärsem – 8,5%lt esimesel poolaastal 18,3%ni aasta teisel poolel. Pensionitase on siiski suhteliselt madal – see moodustab ligikaudu 1/3 keskmisest brutopalgast. Vanaduspensionid tõusid 2006. aasta aprillis ligi 20%; sellega lõpetas valitsus pensionitõusu kava.

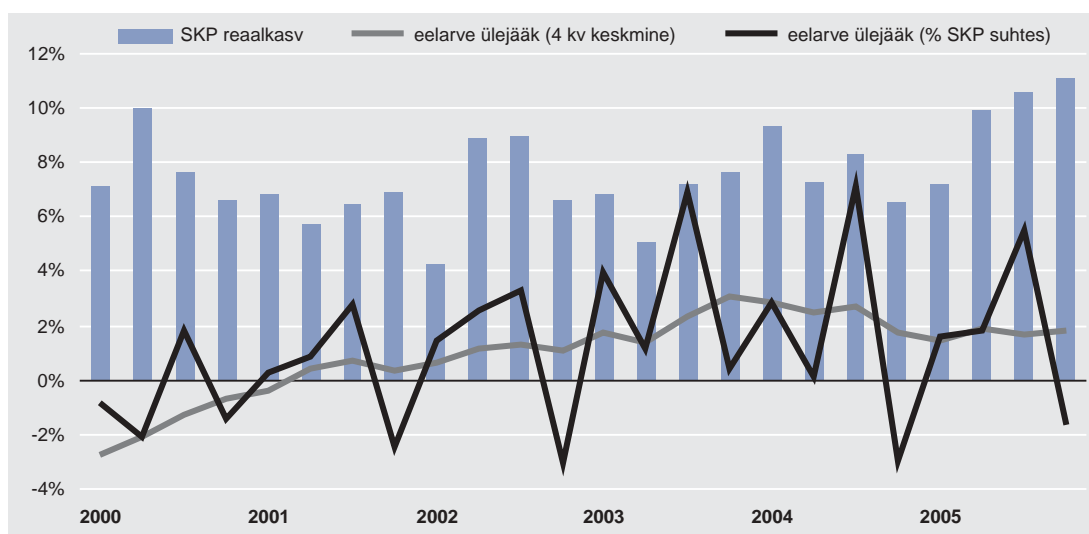
Kokkuvõttes kasvas nii era- kui ka valitsussektori tarbimine aeglasemalt kui tulud, mis soodustas makrotasakaalu paranemist.

### Valitsussektor

Jõuline majanduskasv tagas ka valitsuse tulude kiire kasvutempo ning mitmete maksude laekumine ületas prognoosi. Vaatamata kulud suurendavale lisaelarvele moodustas valitsussektori vahendite ülejääk aasta kokkuvõttes 1,6% SKP suhtes. Tulud ületasid kulusid viiendat aastat järjest. Majanduskasvu kiirenemist arvestades peaks ülejääk olema tunduvalt suurem kui 2004. aastal, mil see oli 1,5% (vt joonis 2.2).

Kuigi investeringud kasvasid hoogsalt, vähenesid valitsussektori kulud SKP suhtes veidi.

Lähitulevikus käivitub valitsuse programm, mis hõlmab nii tulumaksu alandamist kui ka tarbimise suuremat maksustamist. Neist kindlapiirilsem on ettevõtte ja üksikisiku tulumaksu alandamise kava. Maksude vähendamine algas 2005. aasta jaanuaris maksumäära alandamisega kahe protsendi võrra. Et Euroopa Liiduga ühinemise hetkel tõstetud tarbimis-



Joonis 2.2. SKP reaalkasv ja koondelarve saldo (% SKP suhtes)

maksude määrad suurendasid maksutulust ka 2005. aastal, jäi üldine maksukoormus praktiliselt 2004. aasta tasemele. Maksude alandamine jätkus 2006. aasta algul, kui tulumaksu määra vähendati 24%lt 23%le ning üksikisikute maksuvaba tulu suurendati 2000 kroonini kuus. Sellele vaatamata ei vähene üldine maksukoormus ilmselt ka 2006. aastal kuigivõrd. Nimelt tõstetakse sotsiaalmaksu miinimummäära ja keskkonnamakse ning eeldatavasti kiireneb ka töötasude kasv.

Kulude kasv on kavandatud suhteliselt tagasihoidlikult kasvuväljavaatest lähtuvalt ning 2006. aasta koondeelarve ülejäägiks võib prognoosida 1,2% SKP suhtes. Seda prognoosi toetab aasta algusele iseloomulik hea maksutulude laekumine. Varasemate aastatega võrreldes on siiski tegu veidi lödvema eelarvepoliitikaga.

#### Sisemaine pakkumine

#### Tööstuse areng

Soodsatele ekspordivõimalustele ja suurenenud sisenõudlusele toetudes kiirenes 2005. aasta teisel poolel nii ekspordiva sektori kui ka kodumaisele turule

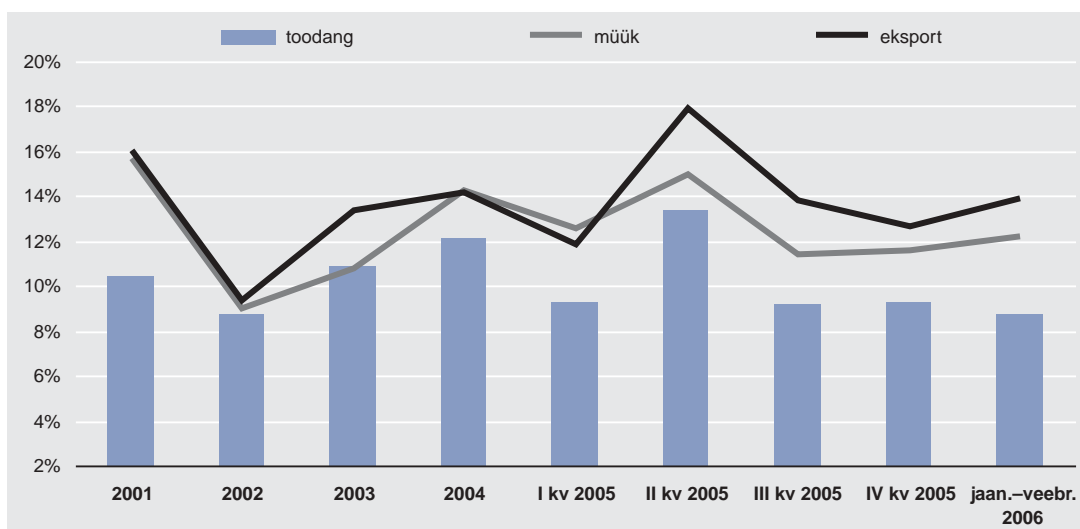
orienteeritud tööstusettevõtete toodangu ja müügi kasv (vt joonis 2.3).

Vastupidiselt ootustele hoogustus Eesti kaubaeksporti kasv. Kaupade väljaveo kasv, mis juba II ja III kvartalis ületas 30% taseme, kiirenes IV kvartalis veelgi. Võrreldes meie peamiste majanduspartnerite impordiga oli ekspordiga kasvutempo 2005. aastal väga kiire, mis tähendab, et Eesti ettevõtete turupositsioon paranes veelgi.

Tulenevalt tugevast välisnõudlusest kiirenes tööstustoodangu tootmise ja müügi kasv aasta lõpukuudel 13,5%ni. Müüki toetas suurenenud sisenõudlus. Olu- lise panuse andis puidu-, toiduaine-, keemia- ning elektrimasinatööstus. Kaasa aitas ka tekstiili- ja mööblitoodangu müügi kasv.

Sisemajanduse koguprodukti statistika järgi ulatus töötleva tööstuse lisandväärtuse kasv teisel poolel aastal püsivhindades 13,1%ni (vt tabel 2.6).

Soodne olukord iseloomustas ka uue aasta algust. Konjunktuuriinstituudi arvatav tööstusettevõtete kindlustunde indikaator püsis 2006. aasta I kvartalis suhteliselt heal tasemel, kuigi ei ületanud märkimis-



Joonis 2.3. Töötleva tööstuse toodangu, müügi ja ekspordi kasv

Tabel 2.6. SKP aastakasv tegevusalade järgi (%)

	2003	2004	2005
Põllumajandus ja jahindus	2,0	6,2	-1,9
Metsamajandus	-7,5	-4,7	-7,2
Kalandus	-34,4	-3,8	-3,3
Maetööstus	10,3	-7,5	6,0
Töötlev tööstus	10,5	10,7	11,9
Energeetika, gaasi- ja veevarustus	9,1	1,3	4,4
Ehitus	6,3	10,5	13,2
Hulgi- ja jaekaubandus	9,2	5,4	11,8
Hotellid ja restoranid	5,1	14,1	19,7
Veondus, laondus ja side	9,4	7,2	9,9
Kinnisvara, rentimine ja äritegevus	1,5	5,5	5,2
Finantsvahendus	20,7	29,3	26,6
Avalik haldus ja riigikaitse	2,4	0,1	2,7
Haridus	0,6	1,4	1,3
Tervishoid ja sotsiaalhooldus	-3,4	5,0	2,8
Muud teenindusliigid	2,5	7,1	9,7
<b>SKP kokku</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,3</b>

väärselt eelmise aasta vastavate kuude hinnanguid. Seejuures olid tootmismahu hinnangud tulevaste perioodide suhtes jätkuvalt positiivsed.

#### Teenindus ja muud tegevusalad

**Püsivalt soodsa intressikeskkonna toel jätkus suur nõudlus kinnisvaraarenduse ning sellega kaasneva ehitustegevuse järele.** Ehitussektori lisandväärtuse aastakasv püsivhindades kiirenes 2005. aasta teisel poolel 17,6%ni ning selle osatähtsus SKP struktuuris suurenes 6,7%ni. Konjunktuuriinstituudi ekspertide hinnangul püsib ehitusturu olukord väga hea ka 2006. aastal ning enamik ettevõtteid ootab töomahu kasvu järgnevatel kuudel.

Majanduskasvu toetasid lisaks hotellid ja restoranid ning finantsvahendus- ja kaubandusettevõtted, kus püsivhindades mõõdetud lisandväärtuse kasv ulatus 20%ni või ületas seda (vt tabel 2.6). Ettevõtete kiiret arengut soodustasid nii leibkondade sissetulekute kasv kui ka välituristide suurem arv. Majanduskasvu kiirenemine aasta lõpukuudel oli tingitud ainult kolme tegevusala arengust (kinnisvara, finantsvahendus ning hulgi- ja jaemüük).

#### Hõive

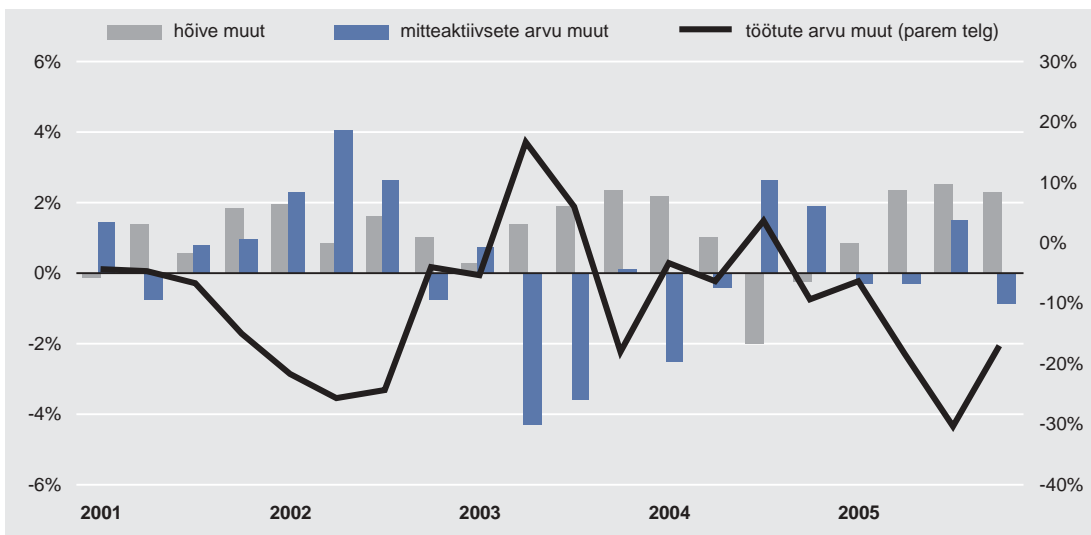
Sisenõudluse ja investeerimisaktiivsuse kiire kasv kajastus 2005. aasta teisel poolel ka tööturul. Sisenõudlusele orienteeritud tegevusaladel, sh ehituses ja kaubanduses, suurenes nõudlus tööjõu järele. Uute töökohtade loomisega paranesid kõik peamised tööturunäitajad (vt joonis 2.4).

Nii ulatus **hõive kasv 2005. aasta lõpul 2,3%ni** ja hõivatute arv kerkis 2004. aasta IV kvartaliga võrreldes 13 600 inimese võrra. Kui 2005. aasta esimese kolme kvartali jooksul suurenes hõive tänu töötute arvu kahanemisele, siis hiljem elavnes tööjõus osalemine ning tööpuudus enam ei vähenenud. Peamiselt kasvas töökohtade arv teenindussektoris. Töötlevas tööstuses jäi hõivatute arv eelmise aasta tasemele.

Tegevusalade kaupa jätkus hõive kiire kasv hotellide ja restoranide sektoris (34,3%), kinnisvara, rentimise ja äritegevuse alal (22,3%) ja ehituses (9,1%).

Töötuid oli 2005. aasta viimases kvartalis kokku 46 500, mis on 17% vähem kui aasta varem. Aasta kokkuvõttes ulatus töötuse määr 7,0%ni. Tööpuudus





Joonis 2.4. Tähtsamad tööturunäitajad

vähenes nii lühi- kui pikaajaliste töötute arvestuses. Suurenes vaid alla kuue kuu töötä olnute arv, seda tõenäoliselt tööturule naasnud endiste mitteaktiivsete töötä. Üle 12 kuu töötä olnud töötä sijate arv kahanes 27,4% – mõnevõrra kiiremini kui eelneva kahe kvartalil jooksul.

Piirkonniti oli töötäru areng üsna erinev. Enim kasvas hõive Ida-Virumaal – 14% võrreldes 2004. aasta IV kvartaliga. Samas suurenes ka töötäte arv 14% ning mitteaktiivsete oma kahanes 20%. Põhja-Eestis jäi hõive praktiliselt muutumatuks, sh langes Tallinnas 0,8% ja kasvas Harjumaal 4,3%, samas kui tööpäudus kahanes ning mitteaktiivsus suurenes veidi.

Mitteaktiivsuse põhjuste lõikes vähenes heitunute, pensioniea ning laste või teiste pereliikmete eest hoolitsemise töötä mittetöötavate inimeste arv. Kui viimaste aastate jooksul on heitunute arv hoolimata tööpäuduse langusest kõikunud 15 000–21 000 vahel, siis 2005. aasta lõpus langes see 10 000ni.

Registreeritud töötäte arv vähenes ka 2006. aasta alguses – I kvartalis 32% võrreldes eelmise aasta sama ajaga. See arv on alates 2005. aasta kesk-

paigast aina kiiremini vähenenud. 2006. aasta aprillil alguse seisuga oli registreeritud töötäid esmakordselt alla 20 000, mis teeb 2,3% tööealistest.

Kuigi majandus kasvas 2005. aasta lõpukuudel ka täiendava tööpäudressurssi abil, oli sellest olulisem tööpäud produktiivsuse kasv. Osaliselt säilib struktuursele tööpäudusele iseloomulik olukord, kus mõnedes piirkondades ei jätku ühel ajal tööpäudu.

#### Välistasakaal

Välisnõudluse poolest oli 2005. aasta viimane kvartal Eesti jaoks suhteliselt soodne. Kauba ja teenuste konto puudujääk vähenes aasta lõpuks 6,3%ni SKPst. Majanduskasv kiirenes kaubaekspordi toel, kuid samas kiirenes ka sisenõudluse kasv. Seetõttu ei piisanud ekspordituludest sisenõudluse rahastamiseks. Kodumajapidamiste säästud kulutati valdavalt investeeringuteks, mistõttu jooksevkonto puudujääk ei vähenenud kuigivõrd. Aasta kokkuvõttes alanes jooksevkonto puudujääk 10,5%ni SKPst (vt joonis 2.5).

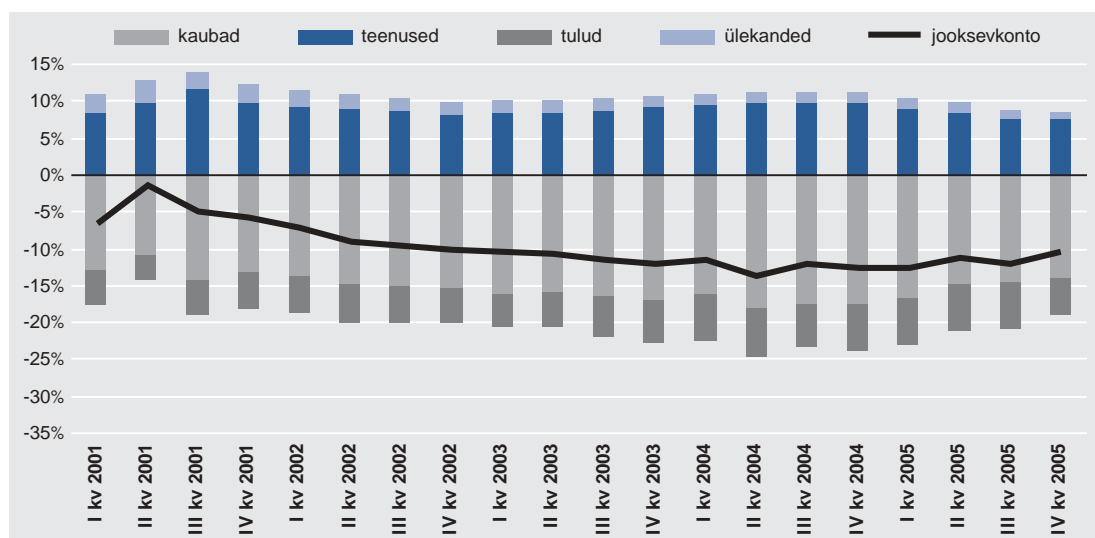
Kapitali sissevoolu struktuur ei muutunud. Erandiks oli Hansapanga aktsiate ülesostmine. Muutused väljendusid portfelliinvesteeringute vähenemises

ning otseinvesteeringute suurenemises. Hansapanga ülevõtmise tõttu oli otseinvesteeringute positiivne saldo rekordiliselt suur. Hansapanga ülevõtmiseta moodustasid välisriikide otseinvesteeringud Eestis 7,9 miljardit krooni, mida võib pidada pikaajalisest keskmisest isegi väiksemaks.

Hansapanga ülevõtmist arvestamata koosnesid välismaised otseinvesteeringud suures osas reinves-

teeritud tulust. Praktiliselt kõik otseinvesteeringud pärinesid Euroopa Liidust.

Et otseinvesteeringud ei katnud kogu rahastamisvajakut, suurenesid Eesti välismaised võlakohustused aastaga ligi kolmandiku võrra ja olid 2005. aasta lõpu seisuga 148,2 miljardit krooni (90% SKP suhtes). Võla iseloomuga välisnõuete ja -kohustuste vahe ehk netovälisvõlg moodustas 19,8% SKP suhtes.



Joonis 2.5. Jooksevkonto ja selle komponentide saldo (% SKP suhtes)

## VALITSUSE VÕLG

Väheste eranditega on Eesti valitsuse eelarvepoliitika taotlenud eelarve tasakaalus hoidmist ning tegelik tulemus on sageli osutunud oodatust paremaks. Nii on valitsussektori eelarve olnud ülejäägis viimased viis aastat järjest ning riigivõlg on Euroopa Liidu liikmesriikide madalaim.

Eesti riigivõlg jaguneb peaaegu võrdselt keskvalitsuse ja kohalike omavalitsuste vahel (vt tabel a).

Eesti valitsuse laenudest umbes 70% on välislaenuid, mis on võetud investeringuteks ja suuremateks soetusteks. Laenulepingute järgi on valdav osa laenudest saadud möödunud kümnendil rahvusvahelistelt finantsorganisatsioonidelt (nt Maailmapank, Põhjamaade Investeeringuspank, Euroopa Investeeringuspank, Euroopa Nõukogu Arengupank). Nende laenude jääk väheneb tänu tagasimaksetele pidevalt ja praegu moodustab 60% laenujäägist 2002. aastal dollarilaenude refinantseerimiseks eurodes emiteeritud võlakirjade eest laekunud raha.

Kohalike omavalitsuste eelarvepoliitika on olnud lõdvem ning seetõttu on nende laenuvõtmisele valla- ja linnaeelarve seadusega seatud piirangud. Viimased seovad nii laenujäägi kui ka laenuteenindamiskulude ülempiiri kohalike omavalitsuste tuludega. Võetud laenude kogusumma ei tohi ületada 60% ja laenuteenindamiskulude summa 20% jooksva eelarveaasta

tuludest. Praeguseks väljakujunenud proportsioonide järgi ei tohiks kohalike omavalitsuste võlg ületada 5,5% SKPst. Ehkki suur osa kohalikest omavalitsustest on omalaenamise võimalused ammendanud, siis suuremates linnades see nii ei ole. Seega võib eeldada, et kohalike omavalitsuste võlg kasvab veelgi. Kuna Eesti keskmine kohalik omavalitsus on väike, siis on otsene ligipääs välisrahastajatele raske ning 90% kohalike omavalitsuste võlast on laenatud Eesti pankadest.

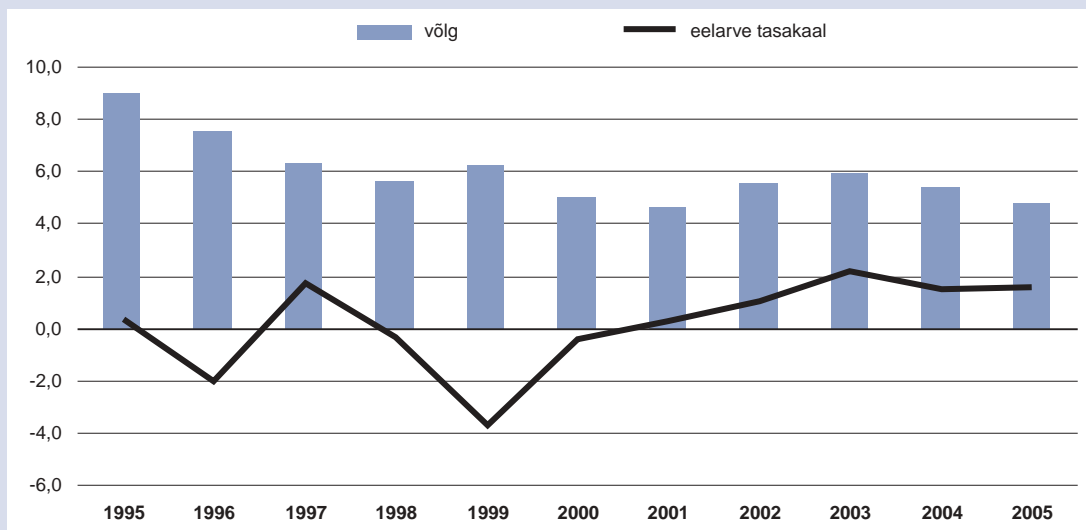
Ehkki valitsussektori eelarve on viimastel aastatel olnud ülejäägis, ei ole valitsuse võlg absoluutsummas vähenenud (vt tabel a ja joonis a). Üks põhjus on see, et ülejäägiga on olnud ainult keskvalitsuse eelarve, samas kui kohalike omavalitsuse tulud on jäänud kuludest väiksemaks. Teiseks on keskvalitsuse võlg küll vähenenud, kuid selle tagasimaksmise otsused ei johtu mitte jooksva aasta eelarve ülejäägist, vaid laenulepingus kokkulepitud tähtaegadest. Seetõttu on keskvalitsus kasutanud tulude ülejääki reserve suurendamiseks ja finantsinvesteringuteks. Põhimõtteliselt võib eelarve tasakaalu ja võlakoormuse erinev muut tulla arvepidamise meetoodilisest erinevusest, võla hinna muutumisest või ka lihtsalt statistilistest vigadest.<sup>1</sup>

Tänu eesseisvatele keskvalitsuse laenu tagasimaksetele väheneb valitsussektori võla ja sisemajanduse koguprodukti suhe aastaks 2008 umbes 3%le.

**Tabel a. Valitsussektori võlg 2001. ja 2005. aasta lõpu seisuga**

	2001		2005	
	Mln kr	% SKPst	Mln kr	% SKPst
Valitsussektori võlg	4845	4,6	7895	4,8
keskvalitsuse võlg	2915	2,8	3552	2,2
kohalike omavalitsuste võlg	1930	1,8	4343	2,6

<sup>1</sup> Eelarve tasakaalu ja võlajäägi kohta vt ka "Uuendatud konvergentsiprogramm 2005" Rahandusministeeriumi kodulehel (<http://www.fin.ee/index.php?id=8902>).



Joonis a. Valitsussektori võlg ja eelarve tasakaal aastail 1995–2005 (% SKPst)

### III INFLATSIOON

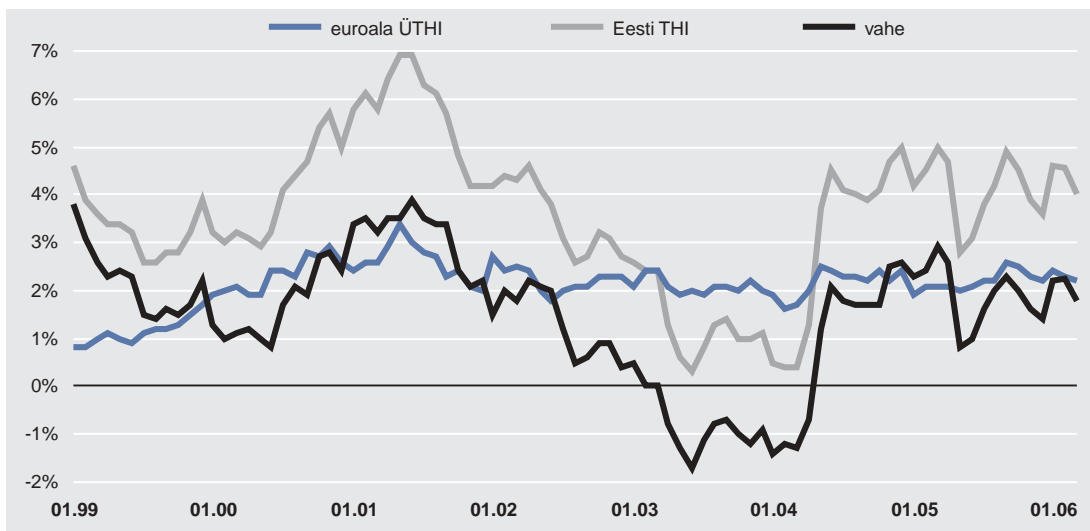
Tarbijahinnaindeks

**Tarbijahindade kasv pidurdus pisut 2005. aasta IV kvartalis: III kvartali 4,3%lt 4,0%ni.** Peamiselt mõjutas inflatsiooni järjekordselt naftahindade kõikumine.

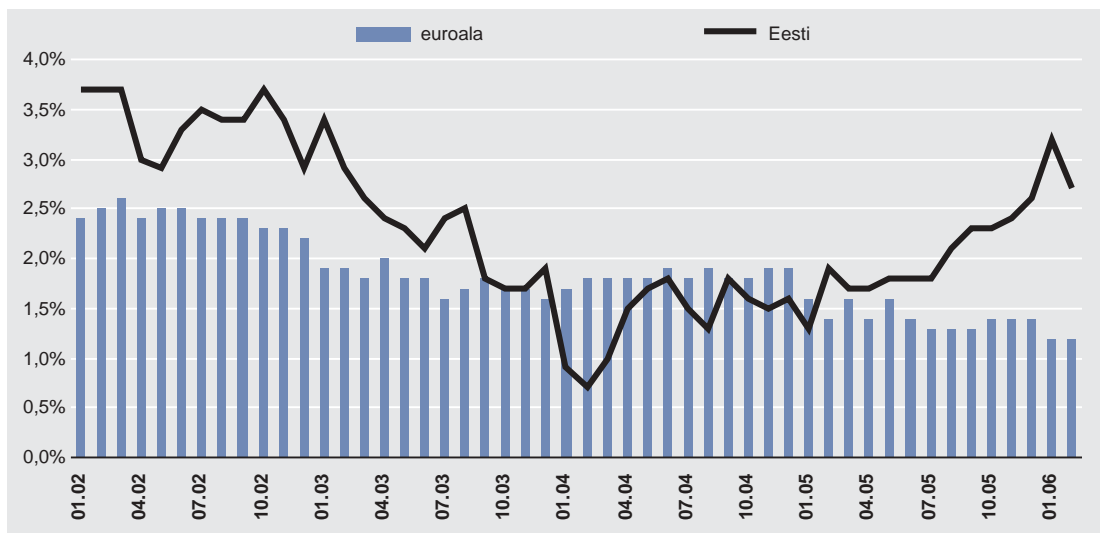
2006. aasta I kvartalis kiirenes tarbijahindade kasv taas. Statistikaameti teatel kallinesid tarbijahinnad möödunud aasta I kvartaliga võrreldes 4,4% (vt joonis 3.1). Lisaks mootorikütuse hoogustunud hinnakasvule mõjutas tarbijakorvi maksumust seekord oluliselt ka eluasemega seotud hüviste ja teenuste hind. Näiteks veevarustuse, kanalisatsiooniteenuse ning soojusenergia hinnad kasvasid jaanuaris eelmise aasta jaanuariga võrreldes 8,7%.

Eesti alusinflatsiooni näitaja jätkas samuti tõusu. Kui sügisel põhjustas seda peamiselt garderoobikaupade kallinemine ja mootorikütuse hinnatõusu ülekandumine teistesse (eelkõige transporditeenuste) hindadesse, siis 2006. aasta alguses kiirendas inflatsiooni eeskätt vaba aja veetmisega seotud kulutuste suurenemine. Kuigi sideteenused odavnesid, ei suutnud see hinnasurveid tasakaalustada (vt joonised 3.2 ja 3.3).

Eesti Panga prognoosi järgi ei ole hinnakasvu märgatavat aeglustumist enne suve oodata. Kütusehindade võimalikud muutused kujutavad endast jätkuvalt peamist riskitegurit, mis võib inflatsioonitaset tõsta.

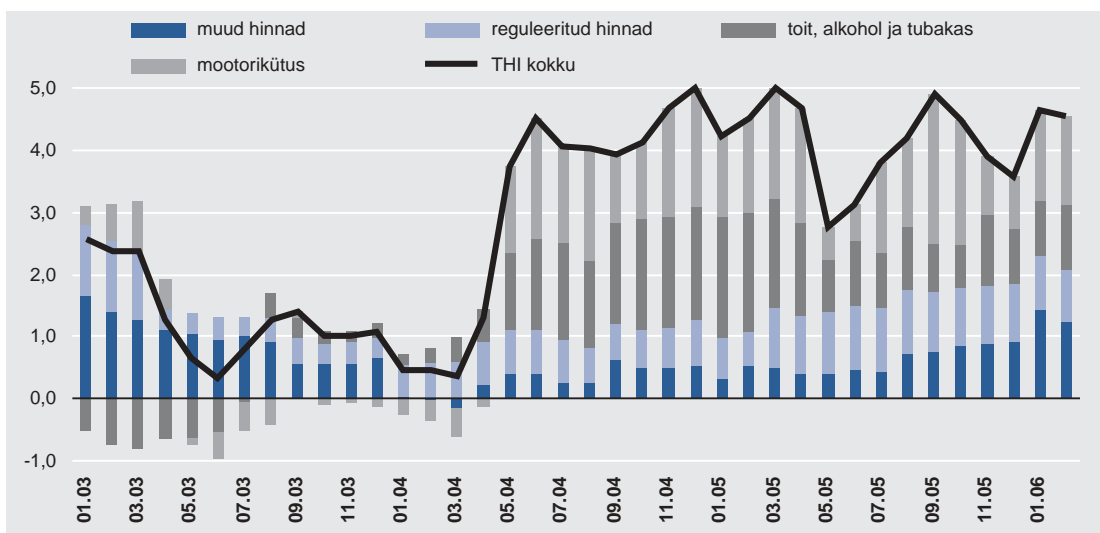


Joonis 3.1. Eesti ja euroala tarbijahindade aastakasv



Joonis 3.2. Tarbijahinna alusinflatsioon (kõik komponendid, v.a toit, alkohol, tubakas, energia)

Allikas: Eurostat



Joonis 3.3. Erinevate kaupade ja teenuste panused THI kasvu (protsendipunkti)

### Tööjõukulud

2005. aasta IV kvartalis oli keskmine brutokuupalk 8690 krooni. See tähendab, et nominaalne aastakasv kiirenes taas 12,8%ni (III kvartalis 10,9% ja II kvartalis 11,8%). Keskmise brutotunnipalga kasv kiirenes III kvartali 9,5%lt 15,9%ni. Statistikaameti andmeil mõjutas palgakasvu ebaregulaarsete preemiade maksmine IV kvartalis – võrreldes eelmise aasta sama perioodiga suurenesid need 25,5%. Netokuupalk kasvas alanenud tulumaksumäära tõttu brutopalgast kiiremini, ulatudes III kvartalis 13,5%ni ning IV kvartalis 14,5%ni.

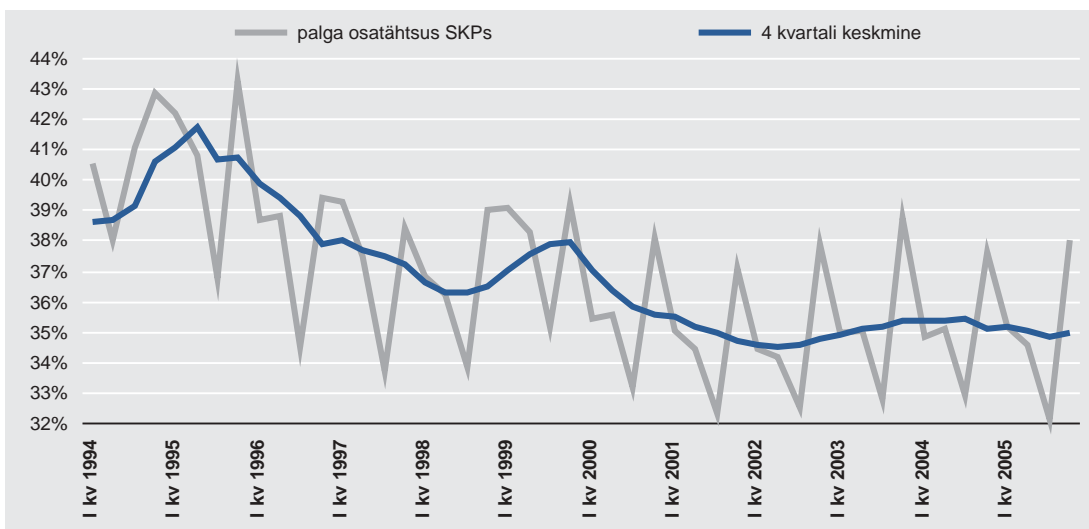
Tegevusalade löikes tõusis 2005. aasta IV kvartalis keskmine brutokuupalk 2004. aasta IV kvartaliga võrreldes kõige enam hotellide ja restoranide tegevusalal (24,3%) ning langes ainult kalanduses (7,4%). Tõenäoliselt tõukefondide mõjul jätkus kiire palgatõus esmassektoris (metsanduses 17,3% ja põllumajanduses 19,8%). Töötlevas tööstuses kasvas palk keskmisest samuti mõnevõrra kiiremini – 14,4%. Kuna madalama palgatasemega majandus-

harude palgad tõusid kokkuvõttes keskmisest kiiremini, siis muutus palgade jaotus suuruse järgi ühtlasemaks.

Palgakasv oli taas kiirem väljaspool Tallinna, kuid kiirenes ka pealinnas III kvartali 6,9%lt 9,2%ni. Keskmine palk ületas esmakordselt 10 000 krooni taseme. Aasta kokkuvõttes kasvas kõige kiiremini (24,6%) Jõgevamaa keskmine palk, tõenäoliselt tänu palgakasvule põllumajanduses.

Arvestades aasta viimases kvartalis 4,0%ni aeglustunud inflatsiooni, kiirenes keskmine brutopalka reaalkasv IV kvartalis 8,5%ni (III kvartalis 6,5%) ja netopalka reaalkasv 10,1%ni (8,8%).

Siiski võib aasta kokkuvõttes väita, et tööjõu tootlikuse reaalkasv oli reaalkasvuga jätkuvalt kooskõlas. Palgafondi osakaal SKPs (st reaalne tööjõu erikulu) kahanes eelmise aastaga võrreldes 0,1 protsendipunkti võrra ehk 35,0%ni SKPst, seda hoolimata kiirenenud hõive- ja palgakasvust (vt joonis 3.4).



Joonis 3.4. Palgakulude osatähtsus SKP struktuuris

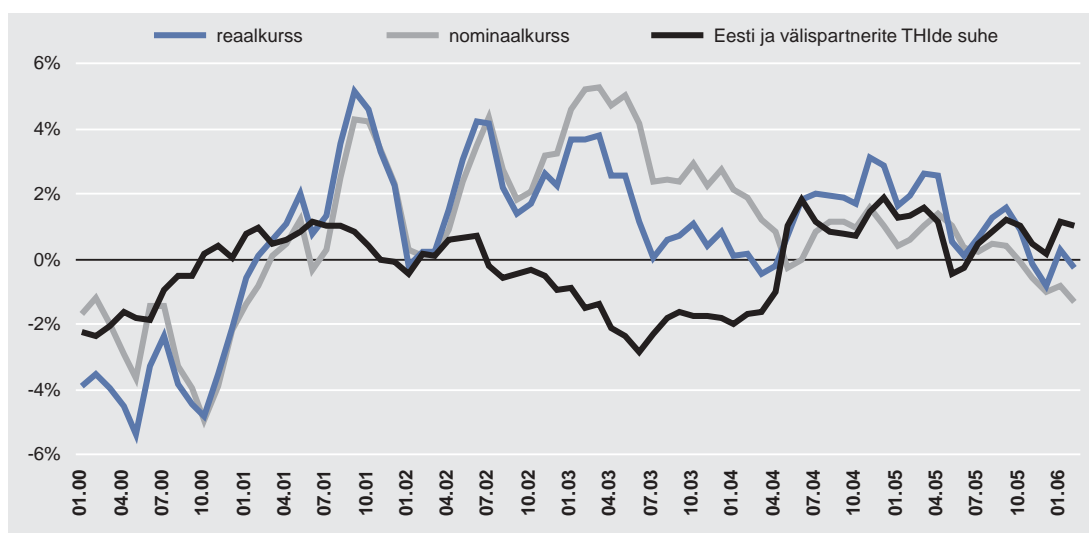
Krooni reaalkurss

**Kuigi Eesti inflatsioonitempo hoogustus 2005. aastal, ei kiirenenud krooni reaalse efektiivse<sup>1</sup> kursi kallinemine samas ulatuses.**

Eesti krooni reaalkurss kallines peamiste väliskaubanduspartnerite vääringute suhtes 1,1% eelmise aasta sama perioodiga võrreldes (vt joonis 3.5). Aasta kokkuvõttes oli Eesti inflatsioon kaubanduspartnerite keskmisest inflatsioonist 0,7 protsendipunkti kõrgem. Reaalkurss kallines 0,4 protsendipunkti, mis oli tingi-

tud nominaalkursi (peamiselt euro ja USA dollari) muutustest.

Kui siirderiikidest kaubanduspartneritega esineb Eestil (tänu sarnasele üldisele hinnatasemele) hinnakonkurents, siis tööstusriikide hinnatasemest on Eesti hinnad jätkuvalt oluliselt madalamad. Kallinevat reaalkurssi võib käsitleda kui ilmingut hinnatasemete ühtlustumisest.



Joonis 3.5. Eesti krooni reaali- ja nominaalkursi muut

<sup>1</sup> Krooni reaalse efektiivse vahetuskursi (REER) indeks kirjeldab krooni vahetuskursi muutusi Eesti üheksa peamise kaubanduspartneri vääringute suhtes ning Eesti tarbijahindade muutusi nende kaubanduspartnerite tarbijahindade muutuste suhtes. Põhineb Eesti väliskaubanduskäibe struktuuril.



# ELEKTRIHINNAD EESTIS

Euroopa Liiduga ühinemise ajaks plaaniti välis-kaubandus- ja maksupoliitika ühtlustada majandus- ja rahaliidu omaga, mistõttu tarbijahinnad kallinesid 2004. aasta mais-juunis märgatavalt. Pärast seda inflatsioon alanes kuni 2005. aasta märtsini, mil tõsteti kavandatult elektrihinda. Seda võib tagasivaates pidada esimeseks impulsiks, mis lähtus energiakandjate hindadest ja tõstis aasta kokkuvõttes tublisti tarbijakorvi hinda.

Energia ja kütuse suur mõju inflatsiooni kiirenemisele on varjutanud tõsiasja, et elekter on Eestis jätkuvalt odav. Seda mitte ainult Euroopa Liidu keskmiste hindadega, vaid ka Põhjamaade ja isegi Leedu ja Lätiga võrreldes (vt tabel a). Madal elektrihind on aidanud tagasi hoida teiste energiakandjate (v.a autokütus) hinnakasvu.

Lähiaastatel elekter kallineb. Seda põhjustavad järgmised asjaolud:

- karmistuvad keskkonnanõuded, mille tõttu Eesti peab aastaks 2015 sulgema suurema osa praegustest elektrijaamadest;
- elektrinappusest tulenev investeerimisvajaduse kasv Baltimaades. Nõudlus kasvab kõigis kolmes Balti riigis, samas kui tootmisvõimsus ammendub;

- keskkonnasäästlikule majandamisele orienteeritud maksureform ning elektri maksustamine aktsiisiga vähemalt Euroopa Liidus nõutaval miinimumtasemel alates 2010. aastast, mis seondub elektrituru järkjärgulise avamisega.

Elektrituru täielik avamine 2013. aastal loob uued turutingimused, mille mõju elektrihinna kasvule sõltub juba tolleks ajaks välja kujunenud nõudluse-pakkumise vahekorraalt Baltimaades.

Lühiajaliselt on Eestis investeringuid elektri tootmisse ja jaotusvõrkudesse võimalik rahastada ka heitmekaubandusest saadavast tulust. Näiteks majandusaastal 2005–2006 teenis Eesti Energia ligi poole oma aastakasumist süsihappegaasi kvootide müügist.<sup>1</sup> Lähiaastatel vähendab see eelduste kohaselt surveid elektrihinna tõusuks.

Pikemas ettevaates on küsimus siiski vaid hinnatõusu ulatuses. Aastal 2005 valminud "Eesti elektrimajanduse arengukava 2005–2015" viitab võimalusele, et elektrihind kallineb lähema kümne aasta jooksul 50–60%. Samas on lähtunud praeguseks võib-olla juba vananenud eeldustest energiakandjate tulevaste hindade kohta maailmaturul.

## Joonis a. Elektrihind Eestis ja lähemates naaberriikides (eurot/100 kWh)

	Kodumajapidamiste tarbimine aastas				
	600 kWh	1200 kWh	3500 kWh*	7500 kWh**	15 000 kWh
Eesti					
koos maksudega	8,7	7,4	7,1	6,9	6,4
ilma maksudeta	7,4	6,2	6,1	5,8	5,4
Leedu					
koos maksudega	9,0	9,0	7,2	7,3	5,4
ilma maksudeta	7,6	7,6	6,1	6,2	4,5
Läti					
koos maksudega	6,5	6,5	8,3	6,7	5,1
ilma maksudeta	5,5	5,5	7,0	5,7	4,3
Soome					
koos maksudega	19,3	13,6	10,4	8,7	6,7
ilma maksudeta	15,0	10,4	7,8	6,4	4,8
Rootsi					
koos maksudega	28,8	19,5	13,3	12,3	11,4
ilma maksudeta	20,5	13,0	8,1	7,3	6,5

Allikas: Eurostat

\* Keskmine tarbimine Balti riikides

\*\* Keskmine tarbimine Rootsis ja Soomes

<sup>1</sup> Eesti Energia kasum hüppas üles. Äripäev. 25.04.2006.

## IV MONETAAR- JA FINANTSSEKTOR

Likviidsuskeskkond ja kodumaised finantsturud

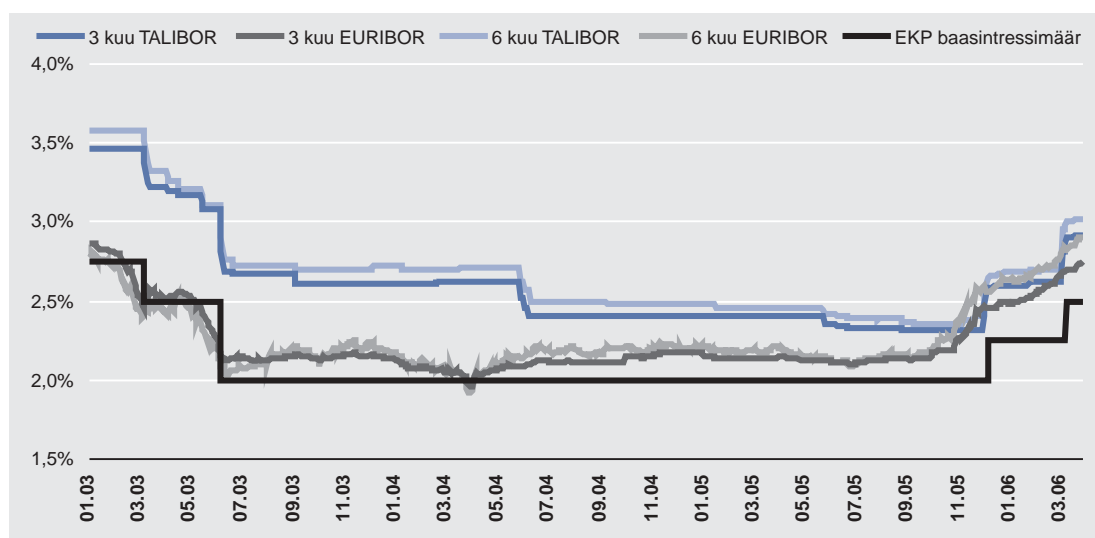
Intressimäärad on võrreldes 2005. aastaga nii euroalal kui Eestis mõnevõrra tõusnud, kuid **monetaarkeskond on endiselt majandusaktiivsuse jaoks soodne**. Madalate intressimäärade tingimustes on Eesti **finantssektori likviidsus jätkuvalt kõrge**. Likviidsete varade osatähtsus pankade bilansis tõusis 2006. aasta veebruari lõpuks 26%ni. Ka kroonilikviidsus püsib jätkuvalt kõrge. Pankadel ei ole olnud probleeme kohustusliku reservi nõude täitmisega.<sup>1</sup>

**Eesti rahaturu intressimäärade areng on olnud kooskõlas euroala intressimäärade muutumisega**. Kuna Euroopa Keskpang (EKP) tõstis 2005. aasta detsembris ja 2006. aasta märtsis rahapoliitilisi intressimäärasid, kasvasid rahaturu intressimäärad nii euroalal kui Eestis (vt joonis 4.1). Noteeringute tõstmist ajastati Eestis ja euroalal erinevalt. Seetõttu kujunes rahaturu intressimäärade vahe ajutiselt negatiivseks neil nädalail, mis eelnesid otsustele tõsta rahapoliitilisi intressimäärasid. Märtsi

teises pooles stabiliseerus Eesti ja euroala erinevate tähtaegadega rahaturulaenude intressimäärade vahe 13–20 baaspunkti juures. See on võrreldav 2005. aasta septembri tasemega enne intressitõusuootuste suurenemist.

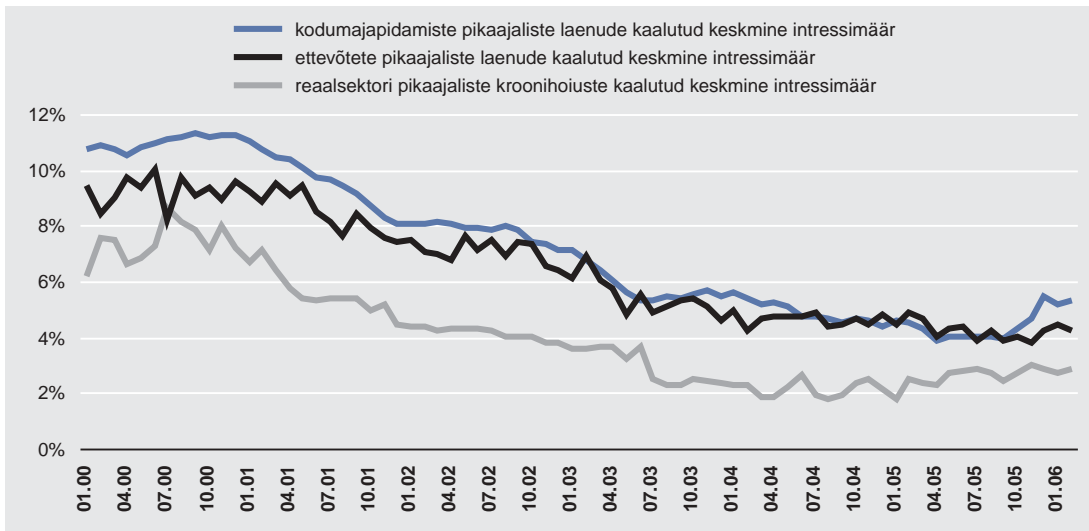
Kuna euroala intressimäärad tõusid, **kasvasid ka Eesti ettevõtetele ja kodumajapidamistele väljastatud laenude, samuti hoiuste intressimäärad**. Kodumajapidamiste pikaajaliste laenude kaalutud keskmine intressimäär tõusis 2006. aasta veebruaris 5,4%ni (2005. aasta septembris 4,0%), sh eluasemelaenude intressimäär 3,7%ni (samas kui 2006. aasta oktoobris see veel langes 0,1 protsendipunkti võrra 3,2%ni). Ettevõtete pikaajaliste laenude keskmine intressimäär tõusis 2006. aasta jaanuaris 4,5%ni, alanedes veebruaris 4,3%ni. Realsektori pikaajaliste kroonihoiuste kaalutud keskmine intressimäär tõusis 2006. aasta veebruaris 2,9%ni (vt joonis 4.2).

**Võlakirjade esmasturg** oli 2005. aasta teises pooles ja 2006. aasta alguses suhteliselt loid. Järel-



Joonis 4.1. EKP baasintressimäär ning Eesti krooni ja euro rahaturu intressimäärad

<sup>1</sup> 2006. aasta jaanuaris langes ühe panga arvelduskonto jääk alla igapäevase miinimumtaseme. Tegemist oli väga väiksemahulise tehnilise eksimusega (täideti üle 90% nõutud miinimumtasemest).

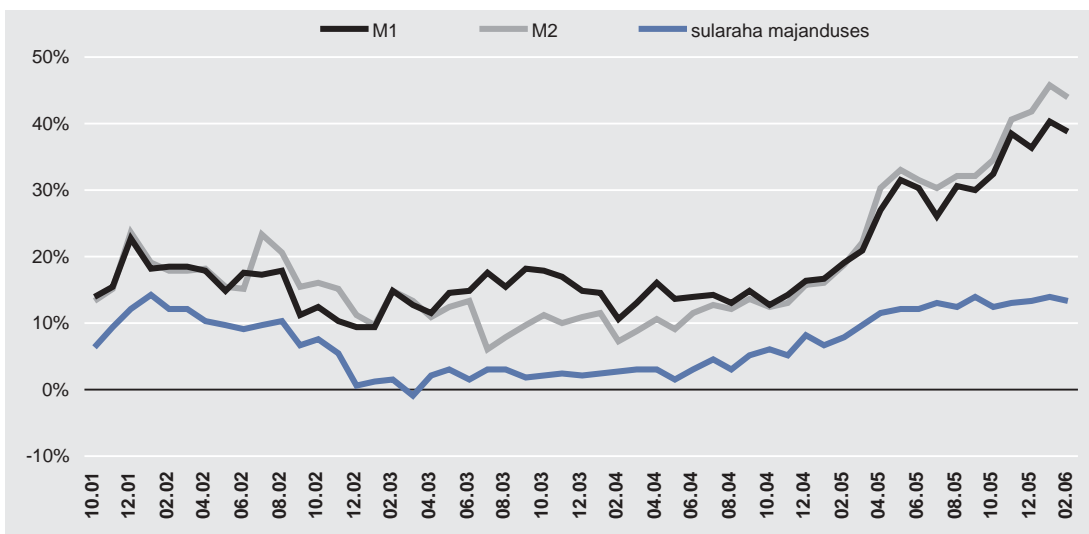


Joonis 4.2. Kodumaise reaalsektori intressimäärad

turg oli kuude lõikes tavapäraselt volatiilne; käive oli võrdlemisi suur 2005. aasta septembris ja detsembris. Pärast Hansapanga börsilt lahkumist elavnes kauplemine **aktsiaturul** taas 2005. aasta lõpul ja 2006. aasta alguses. Aktsiahinnad saavutasid kõrgtaseme 2005. aasta septembris ja hakkasid siis järk-järgult alanema. 2006. aasta alguses liikusid aktsiahinnad kindla suunata – mõned tõusid, mõned langesid.

#### Rahapakkumine

2005. aasta teisel poolel ja 2006. aasta alguses **kiirenes rahapakkumise kasv veelgi**. Võrreldes 2005. aasta algusega on nii laiema (M2) kui kitsa rahaagregaadi (M1) aastakasv kiirenenud ligi 2,5 korda, ulatudes 2006. aasta veebruaris vastavalt 44%ni ja 39%ni (vt joonis 4.3).



Joonis 4.3. Rahapakkumise aastakasv

Kui 2005. aasta II kvartali suured laekumised olid põhiliselt seotud Hansapanga aktsiate müügiga, siis aasta lõpus kiirenes rahaagregaatide aastakasv eelkõige **ettevõtete hoiuste suure kasvu** tõttu. Ettevõtete hoiuste aastakasv ulatus 2006. aasta veebruaris 67%ni, kuna nii nõudmiseni kui tähtajalised hoiused kasvasid jõudsalt 2005. aasta IV kvartalis. Kodumajapidamiste hoiuste kasv on samuti mõnevõrra kiirenenud, ulatudes veebruari lõpus 34%ni. 2005. aasta lõpus ja 2006. aasta alguses kasvasid enam nõudmiseni hoiused, tähtajaliste hoiuste kasv hoogustus 2006. aasta alguses. Majanduses ringleva sularaha aastakasv on alates 2005. aasta maist pärast ligi aasta kestnud järkjärgulist kiirenemist stabiliseerunud 12–13% juures.

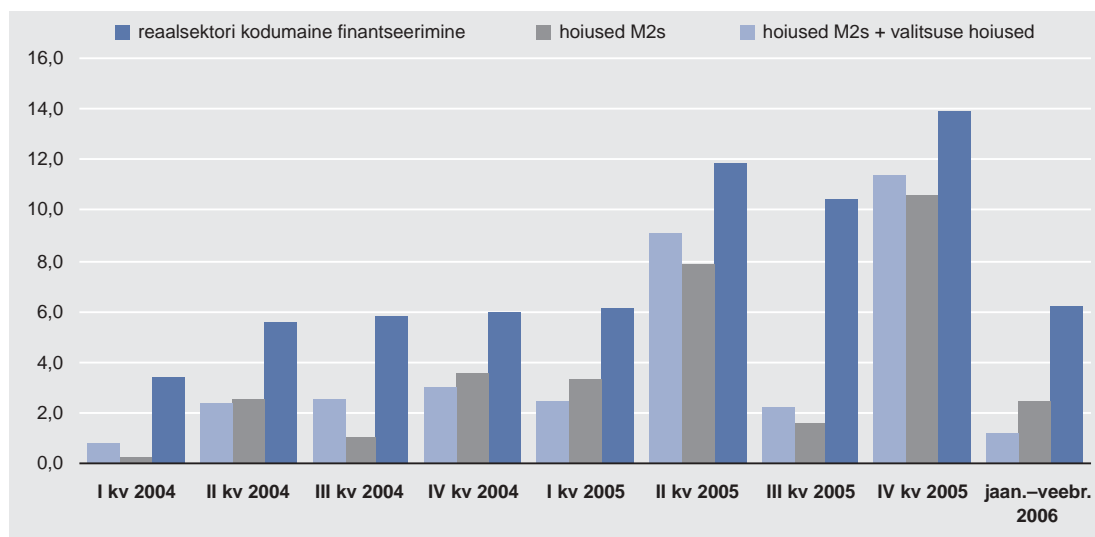
#### Reaalsektori finantseerimine

**Reaalsektori kodumaise finantseerimise<sup>2</sup> kiire kasv** jätkus 2005. aasta lõpus ja 2006. aasta alguses. Pärast rekordilist kasvu (11,9 mld kr) 2005. aasta II kvartalis aeglustus see mõnevõrra III kvartalis, samas kui IV kvartali kasv jõudis taas uue tipptasemeni

(13,9 mld kr). Aktiivne laenamine jätkus 2006. aasta alguses (vt joonis 4.4).

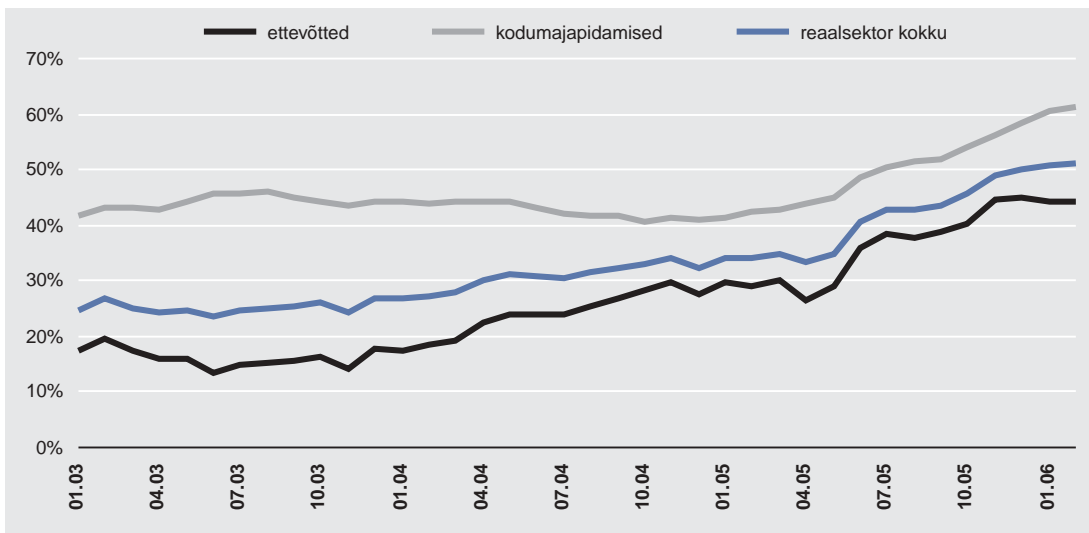
Reaalsektori kodumaise finantseerimise aastakasv kiirenes 2005. aasta juunist 2006. aasta veebruarini vähehaaval 51%ni. Ettevõtete kodumaise finantseerimise aastakasv stabiliseerus 44% juures. Kodumajapidamiste laenude ja liisingute aastakasv tõusis 61%ni (vt joonis 4.5).

Ettevõtete ja kodumajapidamiste laenu- ja liisingud on kvartalite lõikes kasvanud üsna ühtlases mahus. Ettevõtete tegevusalade lõikes oli 2005. aasta septembrist taas suurim kinnisvaraettevõtete laenumahu kasv. Ka kaubandusettevõtete laenukasv on olnud kiire. Viimastel kuudel on varasemast enam suurenenud ka töötleva tööstuse ettevõtete laenu- ja liisingumaht. Kodumajapidamiste laenude hulgas domineerivad jätkuvalt kinnisvaralaenu, mis on pärast 2005. aasta IV kvartali jõulist kasvu alanenud II kvartali tasemele. Kodumajapidamiste muude laenude kasv on samuti kiire.



Joonis 4.4. Residentide hoiuste ja reaalsektori kodumaise finantseerimise kasv kvartali jooksul (mld kr)

<sup>2</sup> Hõlmab pangalaene ja liisingut.



Joonis 4.5. Kodumaise reaalsektori finantseerimine finantssektori vahendusel (aastakasv)

#### Kapitalivood

**Kapitali netosissevool hoogustus 2005. aasta teisel poolel, ulatudes 11,7 mld kroonini** (2005. aasta kokku 20,2 mld kr). Kapitali netosissevool tugines valdavalt krediidasutuste laenude ja hoiuste vormis kaasatud kapitalile (maksebilansi arvestuses muud investeeringud). 2005. aasta teises pooles toimus nii otse- kui portfelliinvesteeringute osas mõningane kapitali netoväljavool seoses Eesti residentide kasvanud investeeringutega välismaal.

Pangandussektoris kasvas 2005. aasta IV kvartalis ja 2006. aasta alguses jõudsalt nii väliskohustuste kui -varade maht. Pankade netovälisvõlgnevuse kogumaht saavutas kõrgtaseme 2005. aasta novembris (51 mld kr). Aasta lõpus see küll vähenes, kuid tõusis 2006. aasta alguses taas 49 mld kroonini. Välisvahendite maht alanes mõnevõrra aasta lõpus, kuna reaalsektori hoiused kasvasid hüppeliselt. Kuigi hoiuste kasv oli märkimisväärne, jäi institutsionaalse välislaenamise osatähtsus 40% juurde.

## ELUASEMELAENUDEGA SEOTUD REGULATSIOONID

Majanduskasv kiirenes 2005. aastal ligi 10%ni. Selles oli juhtiv roll kinnisvarasektoril. Kuigi Eesti majanduses tervikuna ei ilmnenud tasakaalustamatuse märke, võis kinnisvarasektoris täheldada ülemäärast nõudlust. Vastupidiselt ootustele eluasemelaenude kasvutempo 2005. aasta lõpus ei alanenud, vaid isegi kiirenes umbes 70%ni aasta arvestuses. Hoogne laenukasv tõi omakorda kaasa eluaseme 30%se hinnatõusu ning ehituses kasvasid hinnad aasta keskmisena 7–8%.

Eelöeldut arvestades otsustas Eesti Pank muuta eluasemelaenudega seotud regulatsioone pankadele:

- viia eluasemelaenude riskikaal kapitali adekvaatsuse arvutuses varasemalt 50%lt 100%le, mille tulemusena peavad pangad eluasemelaenude rahastamisel suurendama omavahendite osatähtsust;
- arvata eluasemelaenu portfelli 50% ulatuses kohustusliku reservi arvestusbaasi juhul, kui pangas kehtib nendele laenudele kapitali adekvaatsuse arvestuses Eesti Panga kehtestatuga võrreldes madalam riskikaal.

Arvestades Eesti panganduse tihedate piiriüleste sidemete mõju Eesti laenurule, pöörduti Eestis filiaale omavate välispankade üle järelevalvet teostavate asutuste ja mõnede välisriikide keskpankade poole ettepanekuga rakendada Eesti residentidele antud eluasemelaenudele võimalusel samuti 100%st riskikaalu.

Loetletud meetmete tulemusena peavad pangad suurendama omakapitali osatähtsust laenutegevuses, mis suurendab pankade omavastutust eluasemelaenude andmises. Uute regulatsioonide tõttu võivad pangad laenuitingimused üle vaadata. Regulatsioonid jõustusid 1. märtsil 2006.

## V MAJANDUSPROGNOOS 2006–2008

Eesti Pank avaldab prognoose kaks korda aastas – kevadprognoosi mais ja sügisprognoosi novembris. Käesolev kevadprognoos käsitleb aastaid 2006–2008. Prognoosimine toimub mitmes järgus: esmalt analüüsitakse väliskeskonna eeldusi, seejärel prognoositakse baas- ja riskistsenaariumeid. Peamine abivahend prognooside koostamisel on makromudel EMMA. Käesolev kevadprognoos tugineb 2006. aasta märtsi lõpu näitajatele.

Kevadprognoosi kohaselt jätkub lähiajal Eesti majanduse kiire kasv. Oodatavasti suureneb nii sise- kui ka välisnõudlus, kuigi pakkumine ei pruugi alati kiiresti kasvavale nõudlusele vastata (vt tabel 5.1). Potentsiaalset taset<sup>1</sup> ületava majanduskasvu jätkumine suurendab aga võimalust, et kasvutempo aeglustub järsult.

2006. aastal peaks väliskeskond Eesti majanduskasvu jaoks soodsamaks muutuma tänu euroala majanduskasvu hoogustumisele ning jääma senisest soodsamaks ka järgnevatel aastatel. Finantsturgude praeguste ootuste kohaselt toetab finantskeskkond oma madalate intressimääradega lähiaastatel Eesti majanduskasvu. Samas ei tohi unustada, et seni on iga täiendav intressitõus ka intressiootuseid suurendanud.

Kuigi välisnõudlus on tugev, kahaneb Eesti jooksevkonto puudujääk sisenõudluse kiire kasvu tõttu aeglaselt. Ühelt poolt tingib sisenõudluse suurenemist sissetulekute ning teisalt laenuvõtmise jätkuvalt hoogne kasv. Laenupakkumise vähenemist on praeguses majandusolukorras raske ette näha. Sisenõudlus on eelmise aasta teise poole arengu-

Tabel 5.1. Majandusprognoos põhinäitajate lõikes

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	erinevus (kevad 2006 / sügis 2005)		
								2005	2006	2007
SKP (mln krooni)	116,9	127,3	141,5	164,9	186,2	206,9	228,4	4,8	9,7	11,8
SKP reaalkasv (%)	7,2	6,7	7,8	9,8	8,1	7,6	6,9	1,8	1,4	0,7
Ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) kasv (%)	3,6	1,4	3,0	4,1	3,6	3,0	3,7	0,0	0,2	0,1
SKP deflaatori kasv (%)	4,4	2,1	3,0	6,1	4,4	3,3	3,3	1,4	1,2	-0,1
Jooksevkonto (% SKPst)	-10,2	-12,0	-12,5	-10,5	-9,6	-9,4	-9,0	-1,1	-1,1	-1,6
Võlgnevus välismaailma suhtes (jooksevkonto + kapitalikonto; % SKPst)	-9,9	-11,4	-11,8	-9,4	-7,9	-7,9	-7,5	-2,1	-1,2	-1,7
Eratarbimise reaalkasv (%)	10,3	7,4	4,2	8,1	7,7	7,2	7,1	0,8	1,0	2,0
Valitsussektori tarbimise reaalkasv (%)	6,2	5,9	6,9	7,5	9,4	7,0	6,9	0,6	1,8	-0,1
Investeeringute reaalkasv (%)	17,2	8,5	6,0	13,9	11,9	8,6	7,6	5,4	6,3	2,5
Eksporti reaalkasv (%)	0,8	5,8	16,0	21,3	15,0	14,1	12,5	5,2	1,4	2,0
Impordi reaalkasv (%)	3,8	10,6	14,6	17,4	15,1	13,7	12,2	6,1	2,3	2,9
Tööpuudus (%)	10,3	10,0	9,7	7,9	7,0	6,4	6,2	-1,1	-1,8	-1,8
Höivatute muut (%)	1,4	1,5	0,2	2,0	1,3	0,6	0,3	0,6	0,3	0,2
Lisandvaartuse kasv töötaja kohta (%)	5,8	5,1	7,6	7,6	6,7	6,9	6,5	1,1	1,1	0,5
Reaalpalga kasv (%)	7,6	8,8	5,1	7,7	8,3	7,1	6,7	0,4	1,6	0,2
Rahapakkumise nominaalkasv (%)	11,1	10,9	15,8	42,0	33,0	25,0	23,0	15,1	20,0	10,1
Krediidid nominaalkasv (%)	26,1	27,7	31,8	49,4	40,1	30,7	22,7	11,4	10,3	7,4
Välisvõlg (%SKPst)	56,7	62,7	75,5	89,9	96,2	102,6	106,0	-0,4	-0,8	3,0

<sup>1</sup> Koguprodukti tase, kus majanduses olevad tootmisressursid on hõivatud.

suundumuste põhjal suurenevas ning aasta alguse statistika kinnitab selle tendentsi jätkumist. Tugeva nõudlusega kaasaskäimiseks peab tõusma ka ettevõtete investeerimisaktiivsus. Kodumajapidamiste investeeringute kasvutempo hakkab seevastu aeglustuma. Valitsussektori mõju majanduskasvule jääb ka edaspidi neutraalseks – kulutuste kasvutempo ei erine oluliselt SKP kasvutempost.

Inflatsioon kõigub lähiaastatel pikaajalise keskmise tasemel ehk 3,0–3,5% vahemikus, olles prognoosiperioodi lõpus siiski mõnevõrra kiirem. Üks lähiaastate põhilisi inflatsiooniallikaid on energeetikasektor. Lisaks kavandatakse eelseisvatel aastatel mitut administratiivset hinnamuudatust. 2008. aasta alguses kiireneb inflatsioon eelkõige alkoholi-, tubaka- ja kütuseaktsiisi tõusu tõttu. Inflatsioon võib kiireneeda potentsiaalsest kiirema majanduskasvu tõttu.

Kinnisvaraturu hinnaarengut eelmise aasta lõpus võib nimetada ülekuumenemiseks. Prognoosi kohaselt jääb kodumajapidamiste investeeringute osakaal SKPs jätkuvalt suureks, kuid ei toeta majanduse reaalkasvu enam samas mahu nagu 2005. aastal. Kodumajapidamiste laenukoormuse kasvutempo aeglustub veelgi. Kinnisvara- ja laenubuumi tõttu on laenukoormus märkimisväärselt suurenenud. See on toonud kaasa kinnisvarahindade kiire kasvu, kuid paraku ei kaasne sellega pikemaajalist tootluse kasvu majanduses.

## MAAILMAMAJANDUS LÄHIAASTATEL<sup>2</sup>

**Maailmamajanduse kasv on aastatel 2006–2008 hoogne.** Kuigi prognoosiperioodil üleilmne majanduskasv pisut aeglustub, ületab see siiski pikaajalist keskmist taset. Kasvu soosivad finantstingimused, väliskaubanduslik lõimumine ja majanduspoliitiline tugi. Paljud riigid on karmistanud rahapoliitikat ning intressimäärade tõus neutraalse taseme suunas jätkub käesoleval aastal. Eelarvepoliitiline toetus

majanduskasvule väheneb 2007.–2008. aastal nii USAs kui mitmes euroala riigis. Üleilmsed alusinflatsioonisurved on seni jäänud mõõdukaks, kuna naftahinna teisene mõju on jäänud tagasihoidlikuks. Turud ootavad 2007.–2008. aastal naftahinna stabiliseerumist 67 dollari juures barrelist. Seni on nafta kallinemise mõju tasakaalustanud tugevnev rahvusvaheline konkurentsisure, aeglane palgakasv ja rahapoliitika karmistamine.

**Järgmistel aastatel on suuremate majanduspiirkondade majanduskasv ühtlasem kui kahel eelmisel aastal.** USA majanduskasv aeglustub mõnevõrra, kuid Aasia ja euroala riikides prognoositakse majandusaktiivsuse suurenemist. USAs kaotavad mitmed senised eratarbimise kasvutegurid 2006. aastal osa oma tähtsusest – kodumajapidamiste säästumäär suureneb intressimäärade tõusu tõttu ja ka kinnisvaraturu aktiivsus väheneb. Jätkuvalt on päevakorral kodumajapidamiste bilansside ja jooksevkonto tasakaalustamatusest tulenevad riskid. USA kaubandusbilansi puudujääk suurenes 2005. aastal rohkem kui 700 miljardi dollarini, millega kaasnes märkimisväärne kapitali sissevool USA varadesse. Kuna baasintressimäärasid tõsteti, on välisinvestoritel põhjust hoida dollaris väljendatud nimiväärtusega varasid, mis omakorda vähendab survet dollari odavnemiseks. Erinevad prognoosikeskused on üksmeelel selles osas, et varem või hiljem peab USA jooksevkonto puudujääk vähenema; eri meelt ollakse aga selles, millal ja mis viisil see toimub. Riskiks jääb tasakaalustamatuse kiire taandumine ning selle mõju teiste piirkondade majanduskasvule.

**Aasia riikides jätkub 2006.–2008. aastal laiapõhjaline majanduskasv, mida toetab senisest enam sisenõudlus.** Hiina majandusaktiivsus ei kahane prognoosieelduste kohaselt kuigivõrd. Jaapani eratarbimise kasvu kiirenemist soodustab madal tööpuuduse määr ning palgakasv. Eelmise

<sup>2</sup> Consensus Forecasts'i andmetel.



aasta rekordiliselt kiire kasumite kasv ning ettevõtete võlakooormuse ja halbade laenude osakaalu vähenemine lubab käesolevaks aastaks prognoosida suuremat investeerimisaktiivsust. Positiivsed arengusuundumused reaalmajanduses, reaalma- jandusele suunatud rahapoliitilise toe nõrgendamine ning madalseisu läbinud alusinflatsioon viitavad sellele, et Jaapani majanduskasv on järk-järgult taastumas.

#### **Euroala majandusaktiivsuse suurenemise ootus tugevnes taas kord käesoleva aasta alguses.**

Positiivsed tendentsid kajastuvad esialgu kaudsetes näitajates, mis viitavad euroala majanduskasvu kinnistumisele. Hoolimata optimistlikest lühiajalistest prognoosidest seisab euroala majanduse ees endiselt küsimus, kuidas tõsta investeringute abil potentsiaalset majanduskasvu ja tööhõivet. Investeringute kasv on olnud euroalal juba mitu aastat madalseisus, kuigi finantstingimused on soodsad ja tulusus suhteliselt kõrge. Eratarbimine kasvab, kuid aeglasemalt kui investeringud, sest tööhõivenäitajate tsüklikiline madalseis jätkub. Seetõttu on ka nõudlusest tingitud inflatsioonisurved nõrgad.

**Põhjamaade majanduskasv on 2006. aastal euroala omast taas protsendipunkti võrra kiirem.** Umbes samavõrra kiireneb ka inflatsioonitempo. Soome majanduskasv pöörduv käesoleval aastal tagasi pikaajalise keskmise tasemele, millest jääd 2005. aastal maha puidutööstuse töövaidlusest tule- neva tootmisveisaku tõttu. Rootsis jätkub lähiaastatel laiapõhjaline majanduskasv, mis põhineb nii sisenõud- lusel kui ka ekspordikasvul.

**Enamiku ELi uute liikmesriikide SKP kasv kiire- neb käesoleval aastal, kuid kasvu toetavad eri- nevad komponendid.** Kui 2005. aastal edendas ELi vanade liikmesriikide majanduskasvu põhiliselt netoeksport, siis järgmistel aastatel suureneb sise- nõudluse panus. Eratarbimine suureneb sissetule- kute ja laenukasvu varal. Lõppnõudlust toetavad aga ka investeringud ja eksport euroala riikidesse. Inflatsioonitempo tõuseb ELi uutes liikmesriikides prognoosiperioodil keskmiselt 0,1 protsendipunkti võrra aastas, ulatudes 2008. aastal 2,7%ni.

#### **Venemaa majanduskasv aeglustus 2005. aastal.**

Selle põhjus oli ebapiisava tootmisvõimsuse tõttu tagasihoidlik nafta- ja gaasiekспорт. Järgnevatel aastatel aeglustub SKP kasv veelgi – seda nii neto- ekspordi kui eratarbimise aeglasema kasvu tõttu. Venemaa netoeksporti kasvu piirab rubla realkursi tugevnemine.

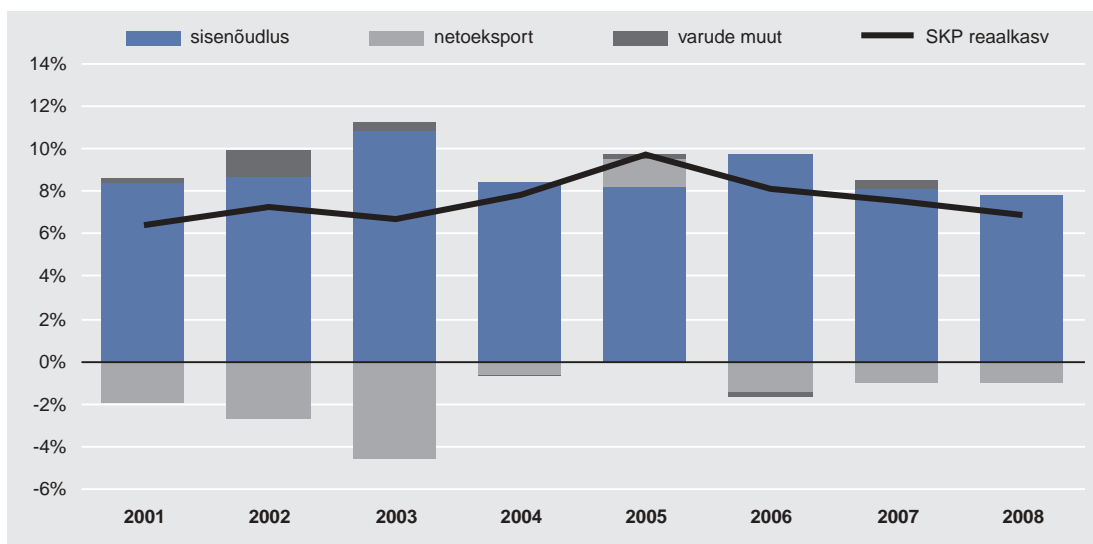
#### **EESTI MAJANDUSE VÄLJAVAATED: PÕHISTENAARIUM**

##### **Majanduskasv**

Eesti majanduskasv kiirenes eelmisel aastal nii sise- kui välisnõudluse toel. Tõenäoliselt tõi nõudluse kasv ajutiselt kaasa suurema potentsiaalse majanduskas- vu, kuid SKP lõhe jäi sellele vaatamata positiivseks. Majandusagentide ootused on selle aasta alguses endiselt väga kõrgel, mis lubab oodata suure nõudluse jätkumist. Hoogne kasv peaks aset leidma nii sise- kui ka välisnõudlusele orienteeritud tegevusaladel. Prognoosi kohaselt on oodata kiire majanduskasvu jätkumist – 2006. aastal 8,1% ning kahel järgmisel aastal vastavalt 7,6% ja 6,9% (vt joonis 5.1).

Ka konjunktuuribaromeetrid viitavad lähiajal kiire kasvu jätkumisele. Eriti puudutab see ehitussektorit, kus käesoleva aasta alguse seisuga on lepingutega tagatud töö pikemaks perioodiks kui varasemate aastate alguses. Nõudluse üle ei kurda tööstus- ettevõtted ning ka kaubandusbaromeeter näitab paremat seisut kui eelmisel aastal samal ajal. Ainu- kesena näevad teenindusettevõtted selle aasta algust pisut tumedamates toonides kui aasta tagasi, kuid on sellest hoolimata suhteliselt optimistlikult meelestatud.

Mida kaugemat horisonti silmas pidada, seda olu- lisemaks muutub tööjõu leidmine, kuna kohalik töö- jõud hakkab demograafilistel põhjustel vähenema. Seetõttu sõltub majanduskasv eelkõige kapitali akumulatsioonist ja tootluse kasvust. Tõenäoliselt on SKP kasvupotentsiaal 2005. aastal oluliselt kasvanud tootluse (sh majanduse sisemiste ressursside) toel ning eeldatavasti aitavad samad protsessid ka edaspidi potentsiaali üleva hoidmisele kaasa.



Joonis 5.1. SKP reaalkasv ja selle komponendid

Eesti majanduskasvu võtmeküsimus on see, kuidas tulla toime rahvusvahelises konkurents. Märksõnad, mis iseloomustavad Eesti ettevõtete tootmistegevust lähiaastatel, on mastaabisäästu parem ärakasutamine ja spetsialiseerumine, samuti toodete ja turgude segmenteerumine ning avatus allhangetele.

Kinnisvarasektori majandusaktiivsus on viimastel aastatel märkimisväärselt suurenenud. See kulmineerus eelmise aasta lõpus ja põhjustas ka üllikiiret hinnakasvu. Kinnisvarasektori panus eelmise aasta majanduskasvu kujunes varasemast oluliselt suuremaks. Kiirete muutuste puhul kerkib alati küsimus, kas tegu on tasakaaluliste protsessidega või on vajadus mõningase kohanemise järele. Hetkel on kinnisvarasektor selge riskiallikas. Olemasoleva elamufondiga seotud kinnisvara ja laenuhuumi pidurdumine avaldub majanduskasvus kaudselt ning selle võimalik mõju on suhteliselt tagasihoidlik. Majanduskasvu mõjutab enam uuselamuehitus, mille kasvutase peaks jääma samaks või pisut madalamaks kui eelmisel aastal. Oodatust suurema tagasilöögi võib aga anda intressimäärade tõus kõrgemale tasemele, kui praegu eeldatakse.

Majanduse pakkumispoolt ohustab risk, et kohalik ettevõtja ei suuda olemasoleva tootmisvõimsuse juures kiiresti kasvavale nõudlusele vastata. Tööjõuturu olukord on muutunud tootmises üha piiravamaks teguriks. Viimastel aastatel kiiresti kasvanud sise- ja välisnõudlus on senised investeeringud tegevuse laiendamisse juba ammendanud ning nõudluse täies mahus rahuldamiseks oleks vaja uusi investeeringuid eelkõige tootlikumatesse masinatesse ja seadmetesse.

#### Sisenõudlus

Koos majanduskasvu hoogustumisega kiirenes eelmise aasta teisel poolel ka sisenõudluse kasv. Selle aasta alguses on ilmnenud märke sisenõudluse kasvu jätkumisest või isegi kiirenemisest. Prognoosi kohaselt jääb eratarbimise, investeeringute ja valitusssektori kulutuste kasvutempo käesoleval aastal enam-vähem samaks mis eelmisel aastal.

Eratarbimine kasvab järgnevatel aastatel 7–8%. Seda soodustab peamiselt kodumajapidamiste kasutatava tulu kasv, mis kujunes 2005. aastal üheks kõigi aegade suuremaks. Tulukasvu soodustasid palgafondi (mis

osaliselt tulenes hõive jõulisest kasvust) ja tulusiirete kiirem kasv, ettevõtlustulud ning varade hinnatõus. Samuti toetas seda tulumaksumäära alanemine, mistõttu netotulu kasvas kiiremini kui brutotulu.

2006. aastal jätkub kasutatava tulu kiire kasv. Seda toetab palgafondi edasine suurenemine (samas on käimas ka tulumaksumäära vähendamine). Pensioni keskmine aastakasv on suurem kui varasematel aastatel. Ettevõtluskasumite hoogne kasv jätkub. 2007.–2008. aastal kasutatava tulu kasv siiski aeglustub mõnevõrra, kuna nominaalne majanduskasv hakkab jõudma pikaajalisele keskmisele tasemele (ligikaudu 11%).

Alates 2004. aastast on kinnisvarabuum mänginud tähtsat rolli ka sisenõudluse struktuuri kujundamises. Kinnisvarainvesteeringud on asendanud osa eratarbimiskulutustest. Edaspidi peaks eratarbimine siiski tasahaaval uuesti suurenema. Kodumajapidamiste säästud jäävad lähiaastatel kodumajapidamiste investeeringute muutuste tõttu ligikaudu praegusele tasemele SKP suhtes. Eratarbimise kasvutempot piirab intressitaseme tõus. Kodumajapidamiste intressimaksed kasvavad kiiremini kui kasutatav tulu. Need tegurid hoiavad eratarbimise kasvutempo SKP omast aeglasemana.

Eratarbimist toetav tarbimislaenude kasv on hoogustumas (laenujääk kasvab 2006. aastal ligikaudu 5 miljardi võrra). Ligikaudu pool eratarbimise kasvust tuleb laenude arvelt. Järgnevatel aastatel kasvab laenujääk enam-vähem samas mahus. Senine tendents, et kestvuskaupade tarbimine kasvab mitu korda kiiremini kui mittekestvuskaupade tarbimine, peaks seega jätkuma.

Investeeringute kasvu prognoos käesolevaks ning kaheks järgmiseks aastaks on vastavalt 11,9%, 8,6% ja 7,6%. Investeeringute osakaal SKPs on olnud ja jääb püsivalt kõrgeks, ent investeeringute struktuuris võib prognoosida muutusi. Kui seni on kasvu toetanud eelkõige kodumajapidamiste investeeringud, siis alates 2007. aastast on oodata kodumajapidamiste investeeringute kasvutempo raugemist ning ette-

võtete investeeringute kasvutempo kiirenemist. Mittefinantssektori ettevõtete investeeringud põhivarasse on mahult jäänud viimase nelja aasta jooksul peaaegu samale tasemele. Selleks, et positiivne SKP löhe väheneks (s.t tegelik kasv ei ületaks potentsiaalset), peavad mittefinantssektori ettevõtete investeeringud põhivarasse varem või hiljem kasvama hakkama.

Tuginedes turuosaliste endi hinnangutele, võib tõdeda, et selle aastatuhande alguses oli tootmisvõimsust tööstuses üle, kuid praegu on ilmnenud märke ebapiisavast tootmisvõimsusest ning kiire majanduskasvu säilitamiseks on vaja uusi ettevõtete investeeringuid. Veelgi enam, arvestades piiratud tööjõuressursi pakkumist, peab kapitali akumulatsiooni osatähtsus majanduskasvus suurenema. Intressitõus jääb prognoosiperioodil suurusjärku, mis eeldatavasti ei mõjuta oluliselt ettevõtete investeeringunõudlust.

Kodumajapidamiste investeeringud, mis on varude järel üks sisenõudluse kõige muutlikumaid komponente, kasvavad tõenäoliselt ka selle aasta alguses SKPst kiiremini. Ent kasvuhoo peaks hakkama raugema. Eluasemekrediidi kasv jääb sel aastal küll kõrgeks, ent kahaneb edaspidi kindlasti, kuna uusi kliente enam märkimisväärselt juurde ei lisandu.

Intressimäärade mõningane tõus ei too kaasa veel kodumajapidamiste investeeringute vähenemist: kui intressimäärad kujunevad praeguste ootuste kohaselt, siis ei too see kaasa olulist muutust nõudluses. Sellegipoolest võib tundlikkus intressimäärade edasise tõusu suhtes suurenema hakata, kuna tõenäoliselt suureneb madalama sissetulekuga kodumajapidamiste laenuõudlus.

Valitsussektor tervikuna käitub lähiaastatel eeldatavasti konservatiivselt. Valitsussektori kulutused kasvavad 2006. aastal mõnevõrra kiiremini kui eelmisel aastal, kuid kasvutempo jääb prognoosiperioodi jooksul umbes sama kiireks kui SKP kasvutempo. Käesoleval aastal kiireneb valitsussektori investeeringute kasv eelkõige infrastruktuuriinvesteeringute toel. Eelarve jääb kogu prognoosiperioodi vältel ülejääki või tasakaalu. Maksukoormus oluliselt ei muutu ja jääb

2005. aasta tasemele – alla 33% SKPst. Sealjuures tasakaalustab tulumaksureformi kahandavat mõju maksukoormusele hoogsast palgafondikasvust tingitud sotsiaalmaksu laekumine. Kaudsete mak- sude kasvu mõju jääb pigem tagasihoidlikuks. Suuresti tänu kiirele majanduskasvule kahaneb valit- sussektori koguvälisvõlg püsivalt ja kindlalt, jõudes 2008. aastaks 2,8%ni SKPst.

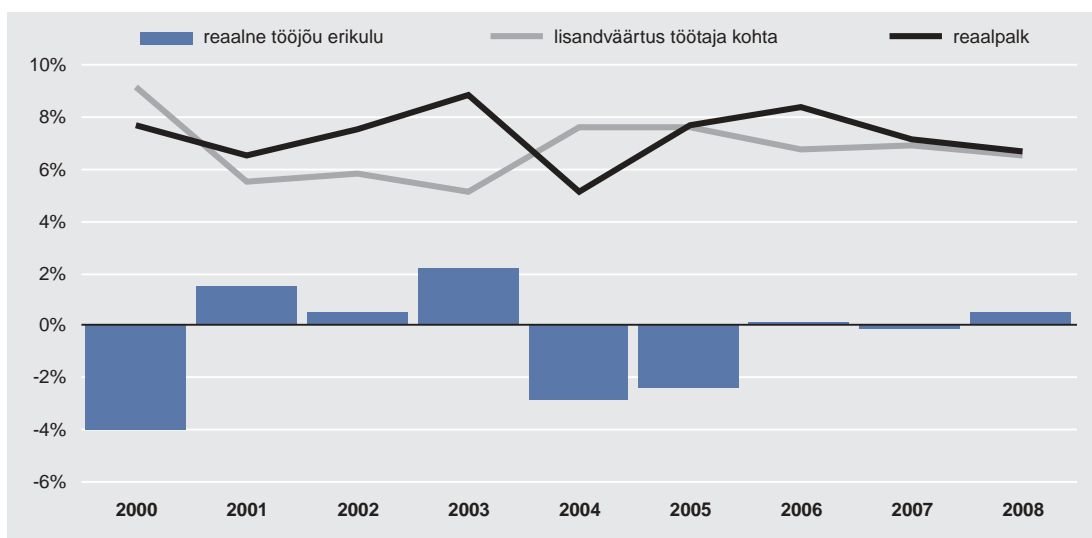
Sisenõudluse riskid on seotud eelkõige laenuõud- lusega, mis võib osutada prognoositust suuremaks. Aktiivne laenamine kiirendab nii kodumajapidamiste investeeringute kui eratarbimise kasvutempot. See võib halvendada välistasakaalu. Laenukoormuse kasv ning majanduse tasakaalustamatus võivad majanduskasvu ohustada, kuna juba väikesed muutused välis- või sisekeskkonnas (intressimäära tõus, järsult kahanenud nõudlus mõnes majandus- sektoris) põhjustavad tagasilööke edasises majan- dusarengus.

### Tööturg

Kuigi tööjouturg on viimasel kolmel aastal püsinud küllaltki stabiilne, on tööpuudus siiski vähenenud ja hõive kasvanud. Mitteaktiivsete osakaal tööealiste hulgas on viimastel aastatel kasvanud, kuigi eel- mise aasta lõpul oli ka märke selle vähenemisest.

Sellegipoolest on tööturu olukord muutunud pinge- lisemaks – tööpuuduse määr hakkab lähenema tasemele, kus täiendavat tööjõudu on üha raskem (kallim) leida. Samuti on täiendava tööjõu piirtootlikkus üldjuhul madalam kui tööturul olijate puhul. Seetõttu võib edaspidi oodata heade töötajate üleostmist ning täiendavat survet palkade tõusuks. Palgakasv ei aeglustu lähemate aastate jooksul oluliselt, vaid pigem kiireneb. Töötajate vaba liikumise ning kohaliku tööjõu vähesuse tõttu on oht, et palgad kasvavad tootlikkusest kiiremini, mis toob kaasa reaalse tööjõu erikulu mõningase alanemise. Prognoosi kohaselt kasvavad palgad aastatel 2006–2008 vastavalt 11,7%, 10,4% ja 10,6% ning tööpuudus alaneb 7,0%, 6,4%, ja 6,2%ni (vt joonis 5.2).

Tegevusalade vahel on oodata suhteliselt suurt töö- jõu liikumist, mis hoiab siirdetööpuuduse endiselt kõrgeel. Nii näiteks kahaneb hõive eeldatavasti põllu- majandussektoris, tekstiili- ja rõivatööstuses ning kaugemas perspektiivis ka hetkel veel kiiresti kasva- vas elektroonikatööstuses. Seega on vajalik nende inimeste ümberõpe selleks, et minna tööle teistesse sektoritesse. Prognoosiperioodil luuakse enam töökoh- ti teenindusega seotud tegevusaladel. Kiiremat kasvu on oodata turismialal, aga rahvastiku vananemise tõttu ka tervise ja hoolekandega seotud tegevusaladel.



Joonis 5.2. Tootlus, reaalpalk ja reaalne tööjõu erikulu

Täiendavaid pingeid ja riske Eesti majandusele lisab töötajate suhteliselt vaba liikumise võimalus Euroopa tööturul. Eesti puhul on põhiliselt tegu töötajate siirdumisega tööle teistesse riikidesse, mitte siia tööle tulekuga. Tööandjate konkurents olemasolevate töötajate pärast võib tuua kaasa aina suurema lahknevuse palkade ja tootluse vahel. Osalist leevendust võib loota vaid noorte inimeste suuremast aktiivsusest tööturul, seda aga eeldusel, et kasvab osalise tööajaga hõive või lüheneb õpiaeg ja tööturule siirduakse senisest varem.

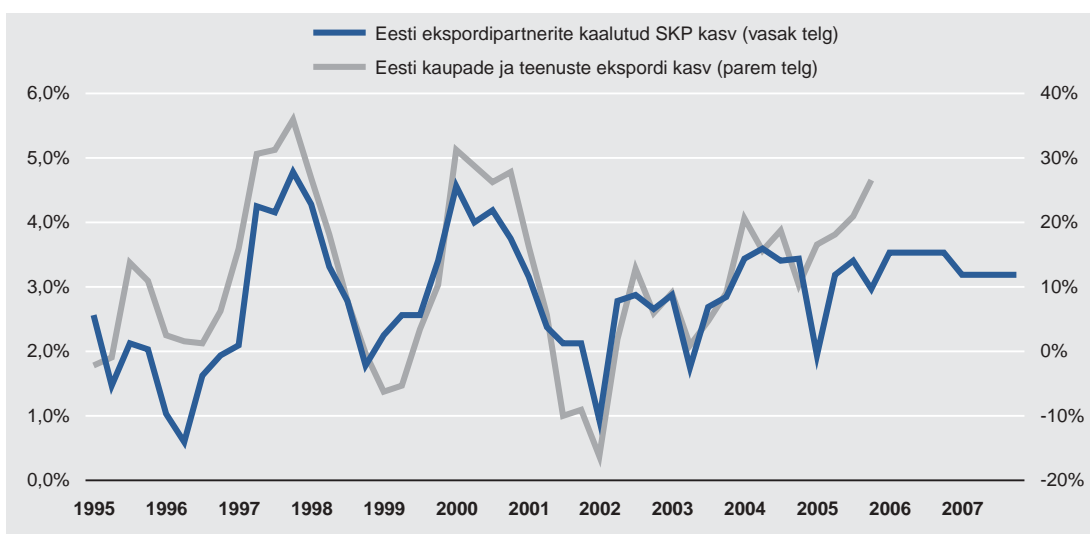
Kriitiline piir hõives saabub lähema viie aasta jooksul, kus hõive võib kasvada 620 000–625 000 inimeseni, tööpuudus langeda 5%ni ning edaspidist hõivekasvu ei ole enam kohaliku tööjõu abil võimalik saavutada.

### Inflatsioon

Inflatsioonitempo alaneb käesoleval aastal 3,6%ni, järgmisel aastal 3,0%ni, kuid kiireneb 2008. aastal taas 3,7%ni (vt joonis 5.3). Üks lähiaastate olulisemaid inflatsiooniallikaid on energia- ja ehitusmaterjalide hinnad, kus hinnad ei vasta maailmaturu hindadele. Hinnatõusurvet suurendavad ka mitmed administratiivsed hinnamuudatused. Inflatsioon kiireneb 2008. aasta

alguses eelkõige alkoholi-, tubaka- ja kütuseaktsiisi tõusu tõttu. Futuuridel põhinev naftahinna- prognoos ei luba samuti märgatavat hinnalangust. Toiduainehindade tõus jätkub praegusel tasemel ühtlaselt aeglustuvas tempos. Seni inflatsiooni kiirendanud kõrgete kütusehindade osakaal inflatsioonis tasahaaval küll väheneb prognoosiperioodil, kuid seevastu taastub hinnaühildumise roll. Tõenäoliselt oli USA dollari kursimuutustel oma osa selles, et Eesti inflatsioon 2003. aastal sedavõrd madalale langes. Tegu oli ajutise ilminguga, mida peeti ekslikult jäävaks, mistõttu ka inflatsiooniprognosid kujunesid põhjendamatult optimistlikumaks.

Kevadprognoosi kohaselt alaneb 12 kuu inflatsioonitempo kuni 2006. aasta kolmanda kvartalini, mil inflatsioon hakkab soojusenergia kallinemise tõttu tasahaaval hoogustuma. Hinnatõus on kõige kiirem aastavahetuse paiku (3,0–3,5% vahemikus) ning langeb seejärel kuni 2007. aasta suveni, mil soojusenergiale käibemaksu lisamine tõstab 12 kuu inflatsioonitaseme taas üle 3%. 2008. aasta jaanuari kavandatud aktsiisimaksude korrigeerimine tõstab inflatsioonitaseme kuni aasta keskpaigani 4% juurde. Seejärel hinnakasv aeglustub ning jääb aasta lõpuks umbes 3% juurde.



Joonis 5.3. Eesti reaaleksporti kasv

Viimase aja kiire majanduskasv kajastub ka hindades, kuid tegu on siiski veel üksikute ilmingutega. Samas ei saa välistada, et need muutuvad laiaulatuslikuks. Eelkõige viitab see nõudlusest tingitud inflatsioonile – ettevõtted tõstavad hindasid sissetulekute kiire kasvu tõttu enam kui muidu.

### ***Toiduained, alkohol ja tubakas***

Toiduainete hinnatõus pidurdub lähiaastatel veidi. Töötlemata toiduainete hinnatõus aeglustub 2008. aastal ligikaudu 3%ni ja töödeldud toidukaupade oma 2%ni. Toidutoorme maailmaturu hinnad on tõusnud alates 2001. aasta algusest ning see trend jätkub, kuigi mõneti aeglasemalt. Inflatsioonitempo on tubaka ja alkoholi tõttu muutlik. Nende komponentide hinnatase jääb enam-vähem stabiilseks kuni 2008. aasta alguseni, mil aktsiisimäärade korrigeerimine toob kaasa märkimisväärse hüppe – tubaka- ja alkoholi hinnad kallinevad ligikaudu 10%.

Kui tubaka- ja alkoholitoodete hindasid mõjutavad suures osas administratiivsed hinnamuudatused, siis toiduainete hindade lähenemisele ELi tasemele aitavad enam kaasa nii suletud sektor kui kasvavad ekspordimahud. Eesti toiduainete hinnatase on veidi alla 70% ELi keskmisest, kuid alla 60% Soome keskmisest, mistõttu siin on veel märkimisväärselt ruumi hindade ühtlustamiseks.

### ***Alusinflatsioon***

Alusinflatsioon kiirenes 2005. aasta jooksul. Seda põhjustas nii tööstuskaupade kui mitme teenuse hinnatõus, samas kui kommunikatsiooniteenuste hinnad on kogu aeg langenud. Alusinflatsiooni kujundab väga mitmekesine tegurite süsteem, kus viimaste hinnangute kohaselt on välisegurite (dollari kursi) mõju suurem kui varem arvati. Lisaks mängivad praeguse alusinflatsiooni kujunemisel oma (ajutist) rolli naftahinna kaudsed mõjud (nt transporditeenustele). Need tegurid on takistanud võimalike majanduslikult tulenevate survet määratlemist alusinflatsioonis. Kuigi keskeltläbi on alusinflatsiooni komponentide hinnatase ELi keskmisega võrreldes madal, leidub mitmeid komponente, mille hinnad on

võrdlemisi lähedal ELi tasemele. Eeldatavasti kiireneb alusinflatsioon aastatel 2006–2008 vastavalt 2,6%, 2,6% ja 3,0%ni. Tuleb arvestada, et käesoleva aasta 2,6% sisaldab ajutist komponenti ehk kütusehinda, ilma milleta alusinflatsioon oleks madalam. Kõige kiiremini kasvav alusinflatsiooni komponent on teenused, mis on 2008. aasta lõpuks kallinenud ligikaudu 7% aastas. Seevastu kommunikatsiooniteenused odavnevad veelgi.

### ***Kodumajapidamiste kasutatav energia***

Eestis kasutatav energiaressurss on üks Euroopa riikide odavamaid. Turgude avanemine ning sellega kaasnev hindade järkjärguline ühtlustumine muudab kodumajapidamiste kasutatava energia keskpikas vaates üheks kõige kiiremini kallinevaks ostukorvi komponendiks.

Käesoleva prognoosi kohaselt mõjutab Eesti inflatsiooni lähiaastatel enim soojusenergia kallinemine. See tuleneb eelkõige Venemaalt imporditava gaasi hinnatõusust. Kui 2006. aastal kallineb imporditav gaas ligikaudu veerandi võrra, siis järgmisel aastal on, arvestades kõrgete naftahindade püsimist, oodata sarnaste tendentside jätkumist. Kodutarbijale toob see kaasa ligi veerandi võrra kallima gaasi 2007. aasta alguses. Lisaks jätkub soojusenergia hinnatõus, mis kallineb keskmiselt kuni kümnendiku võrra nii sellel kui järgneval aastal. Keskkonnatasude tõttu on oodata ka mõningast elektrienergiahinna tõusu, kuid keskpikas vaates mõjutab inflatsiooni pigem elektrituru avamine, mis peab olema lõpule viidud aastaks 2013. Kodumajapidamiste kasutatava energia hindu mõjutab praeguste andmete põhjal ka soojusenergia käibemaksustamine 2007. aasta keskel.

### ***Mootorikütus***

Mootorikütuse prognoos tugineb USA dollari ning naftafutuuride märtsi alguse seisule. Eelduste kohaselt kulmineerub naftahind 67 dollari juures barrelist järgmise aasta keskel (nt automaattanklas müüdava bensiini 95E liitrihind tõuseb 14,5 kroonini). Lisaks kujundab 2008. aastal mootorikütuse hindu aktsiisimäärade tõus, mida on juba korduvalt edasi lükatud.

Vastavalt ELi ühinemislepingule peab Eesti ühtlustama kütuseaktsiisi määrad aastaks 2010, mistõttu see ei jää ainsaks aktsiisimäära tõusuks keskpikas perspektiivis. Siiski mõjutab see aktsiisimäära tõus bensiinihinda suhteliselt vähe.

Mitmete riskide tõttu võib tegelik inflatsioonitase kujuneda prognoositust aeglasemaks või kiiremaks, kuigi kiirenemisoht on suurem. Kui lähtuda traditsioonilisest inflatsioonikäsitlusest, viitavad inflatsioonisurve olemasolule praegu pea kõik märgid: tööjõuturu areng, positiivne SKP lõhe, hinnalisandi muutused jaekaubanduses, raha- ja laenuagregaatide kiire kasv, administratiivse hinnasurve püsimine ning vaba tootmisvõimsuse vähesus.

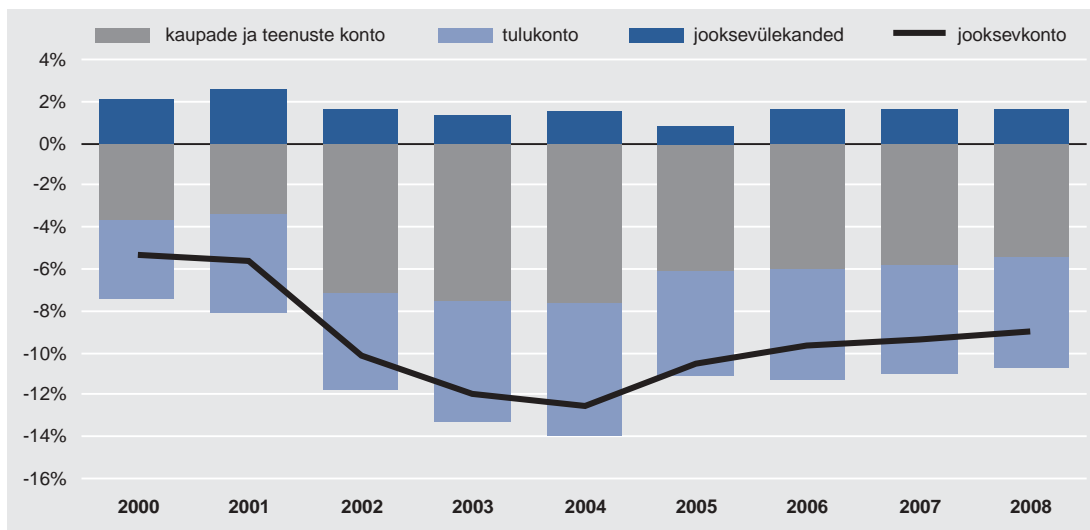
#### Välistasakaal

Eesti taolise väikese avatud majanduse sissetulekud, mis määravad ära sisenõudluse, sõltuvad eelkõige ekspordist. Praegu on aga sisenõudlust ja importi paisutamas kergesti kätte saadav krediit. Selle tulemusena on soodsa väliskeskonna mõju välistasakaalule oodatust piiratumaks jäänud. Eesti üldine välisnõudlus kujuneb lähiaastatel tugevamaks kui 2005. aastal, mil seda pidurdas eelkõige Soome

majanduskasv puidutööstuse streigi tõttu. Lisaks Soome majanduskasvu väljavaadete paranemisele soosib üldine maailmamajanduse kasvustruktuur Eestit sel aastal enam kui varasematel aastatel, kuna Euroopa majandus kogub hoogu. Väliskeskonna kasvujõud raugneb järgmisel aastal pisut, kuid jääb endiselt pikaajalise keskmise tasemele. Välis turistide arv kasvab jätkuvalt. Endiselt on loota soodsa finantskeskkonna säilimist kogu prognoosiperioodil, seda vähemasti varasemate aegadega võrreldes (vt joonis 5.4).

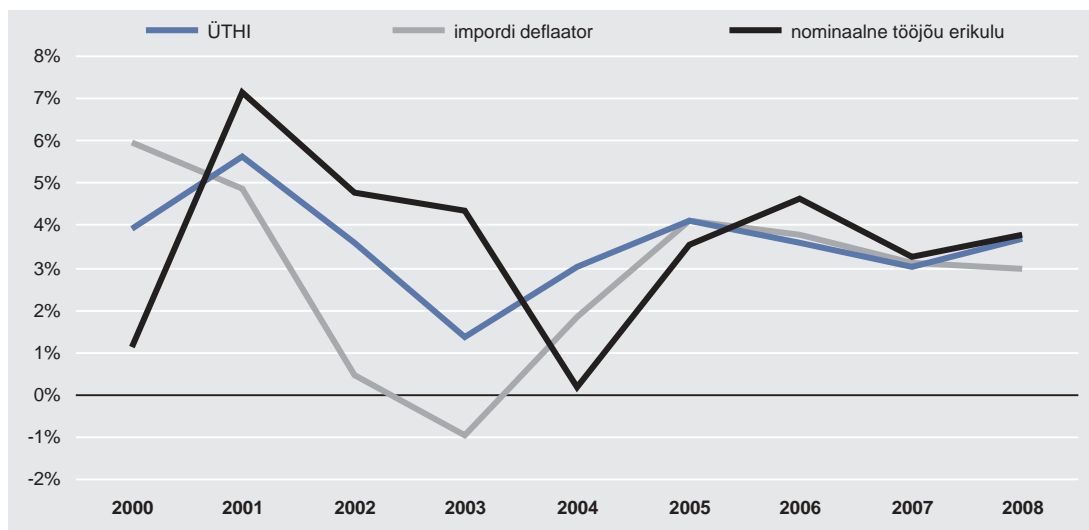
Eksport ja import kasvavad lähiaastatel tõenäoliselt ühtlasemas tempos kui seni – 2006. aastal suurenevad mõlemad 15%, kuid 2008. aastaks langeb aastakasv 12%le. Eesti konkurentsieeliseid peaks keskpikas perspektiivis veidi vähendama tootmise energiasisendite kallinemine.

Kevadprognoos on sügisprognoosist jooksevkonto paranemise osas pessimistlikum – jooksevkonto puudujääk<sup>3</sup> väheneb aastatel 2006–2008 visalt, vastavalt 9,6%, 9,4% ja 9,0% (vt joonis 5.5). Pessimismi põhjus on eelkõige ekspansioonsem sisenõudlus, kuid ka halvenevad väliskaubandustingimused. Kaupade



Joonis 5.4. Jooksevkonto struktuur (% SKPst)

<sup>3</sup> Tehnilistel põhjustel (SKP mahtude suurendamine seoses uue meetodika kasutuselevõtuga) kujuneb jooksevkonto puudujääk tõenäoliselt ligi 0,5 protsendipunkti võrra väiksemaks.



Joonis 5.5. Inflatsiooniprognosis (% aasta arvestuses)

ja teenuste saldo oodatust aeglasem koondumine tuleneb nii sisenõudluse suurenemisest, mida toetab sissetulekute ja laenukasv, kuid tõenäoliselt ka ekspordi impordisalduse kasvust. Kuigi reisiteenuste ekspordi kasvuväljavaated on soodsad, kujuneb transiidiariga seotud teenuste kasvutempo senisest aeglasemaks, mis võib jääda alla teenuste impordi kasvule. Kaupade ja teenuste konto puudujääk alaneb 6,0%lt 2006. aastal 5,4%le SKP suhtes prognoosiperioodi lõpus. Tulukonto osakaal vähenes 2005. aastal erakordse üksiktehingu tõttu. Pikemas perspektiivis tulu väljavool suureneb, kuna ettevõtete majandustulemused ja kasumlikkus kujunevad heaks. Tulu väljavoolu suudab küll ajutiselt tasakaalustada välismaal teenitud töötasude sissevool, kuid mitte pikemas perspektiivis.

Eelkõige tänu kiiresti kasvavale sisenõudlusele kaasas erasektor finantssektorist märkimisväärse koguse krediiti ja selle tulemusena tõusis välisvõlg 2005. aastal 90%ni SKPst. Välisvõla maht kasvas rekordilised 41 miljardit krooni. Kuna laenuõudlus püsib suur, kasvab välisvõlg ka järgnevatel aastatel ning jõuab 2008. aasta lõpuks ligikaudu 106%ni SKPst. Vaatamata hoiuste kasvu kiirenemisele napib kodumaiseid sääste laenuõudluse rahuldamiseks.

#### EESTI MAJANDUSE VÄLJAVAATED: RISKISTSENAARIUMID

Eesti panga majandusprognoos sisaldab lisaks põhisenaariumile ka riskistsenaariume. Seekordset kevadprognoosi täiendavad riskistsenaariumid on seotud eelkõige sisenõudluse arenguga. Lisaks on endiselt päevakorral ka tööjõuturu risk ehk võimalus, et palgakasv võib osutuda tootluse kasvust kiiremaks, ja üleilmse tasakaalustamatuse risk, mille kohaselt kapitali- ja kaubandusvood USA ja Aasia vahel pole tasakaalus.

#### Riskistsenaarium I: sisenõudluse kiire kasvu jätkumine laenukasvu toel

Esimese riskistsenaariumi kohaselt jätkavad majandusagendid kiiremat laenamist kui baasstsenaarium ette näeb (vt tabel 5.2). Suuremad laenumahud võimendavad eratarbimise ja majapidamiste investeringute kasvu, millest viimane toob kaasa kinnisvara jätkuva hinnatõusu. Lisaks kinnisvaralaenudele võetakse aina rohkem laenu ka muude kestvuskaupade soetamiseks – näiteks mööbli ja olmetehnika väljavahetamiseks, eluaseme sisustamiseks, autode ostmiseks. Suur laenukasv hoogustab sisenõudlust ning toob kaasa suurema



Tabel 5.2. Majandusprognoos põhinäitajate lõikes: riskistsenaarium I

	erinevus (risk 2006 / kevad 2006)					
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
SKP reaalkasv (%)	9,0	8,8	5,8	0,8	1,3	-1,1
Eratarbimise reaalkasv (%)	13,2	9,0	4,6	5,4	1,8	-2,5
Investeeringute reaalkasv (%)	21,3	13,9	5,4	9,4	5,3	-2,2
Ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) inflatsioon (%)	3,8	3,6	4,4	0,2	0,6	0,7
Jooksevkonto (% SKPst)	-13,8	-15,0	-13,3	-4,1	-5,6	-4,2
Reaalpalga kasv (%)	8,4	8,4	7,2	0,0	1,2	0,6
Välisvõlg (% SKPst)	99,3	108,8	117,4	3,1	6,2	11,4

impordinõudluse, mis kaubandusbilansi halvenemise kaudu süvendab jooksevkonto puudujääki. Jooksevkonto puudujääki finantseeritakse laenuvahaga, mis prognoosiperioodi lõpuks toob kaasa tunduvalt kõrgema välisvõla taseme SKP suhtes kui baasstenaariumi korral. Tugevad täiendavad nõudluspoolsed surved kanduvad läbi tööturu pingestumise palkadesse ja lõpuks ka hindadesse.

Aktiivse laenamise tagajärjel aina suureneva sisenõudluse tõttu ammendub tootmisvõimsus täielikult ning taolises keskkonnas tehtud investeerimisotsused ei pruugi pikemas vaates olla tõhusad. Suureneva sisenõudluse toel kiireneb majanduskasv kahe aasta jooksul keskmiselt üksnes 1% aastas. Selle hinnaks on aga ligi 40 miljardi krooni võrra suurem laenukoormus ning majanduskasvu aeglustumine prognoosiperioodi lõpus. Ühel hetkel jõuab majanduse laenukoormus tasemele, kust edasine kasv ei ole võimalik ilma raskusteta laenuteenindamisel. Milliseks laenukoormuse tase kujuneb, on lahtine. Kui see saavutab maksimumi, pidurdub majanduskasv järsult ning tõenäoliselt jääb pikemaks ajaks aeglaseks.

#### Riskistsenaarium II: korrigeerimine kinnisvarasektoris

Teise riskistsenaariumi keskmeks on majandusaktiivsuse peatumine kinnisvarasektoris (vt tabel 5.3). 2005. aastal toetas kinnisvarasektor majanduskasvu märkimisväärselt rohkem kui varasematel aastatel, kuna nii kodumajapidamiste kui ka ettevõtete kinnisvarainvesteeringud kasvasid oluliselt. Selle aasta alguses on kinnisvaraturg andnud vastakaid

hinnasignaale edasise arengu osas. Arvestades viimase aja kiiret kallinemist ning seose majanduse põhinäitajate nõrgenemisega ei saa välistada korrigeerimise senises hinnakasvutrendis.

Riskistsenaariumi kohaselt stabiliseeruvad nõudlus ja pakkumine suhteliselt kõrge hinnataseme juures. Kuna kinnisvarasektori aktiivsus väheneb, aeglustub ka majanduskasv. Kodumajapidamiste investeeringute kasv taandub märgatavalt, mistõttu aeglustub ka koguinvesteeringute kasv. Ülejäänud sisenõudluse komponentides on korrigeerimised väiksemad.

Korrigeerimise koondmõju ei kujune siiski kuigi suureks. Palgakasv aeglustub pisut, kuid jääb endiselt kõrgeks, kuna osadel töötajatel on võimalus suhteliselt kergesti välismaal teenistust leida. Baasstenaariumiga võrreldes kujuneb tööpuudus kõrgemaks ja hõive edasine kasv pidurdub ning majandusagentide optimism väheneb mõnevõrra. Kinnisvarasektori aktiivsuse langus ei mõjuta inflatsiooni kuigivõrd, nii nagu ei avaldanud olulist mõju ka aktiivsuse suurenemine. Optimismi vähenedes aeglustub sisenõudluse kasv, mistõttu impordinõudlus väheneb ja jooksevkonto seis paraneb.

**Tabel 5.3. Majandusprognoos põhinäitajate lõikes: riskistsenaarium II**

	erinevus (risk 2006 / kevad 2006)					
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
SKP reaalkasv (%)	7,7	5,2	5,0	-0,5	-2,4	-1,9
Eratarbimise reaalkasv (%)	7,1	5,0	5,3	-0,6	-2,2	-1,9
Investeeringute reaalkasv (%)	8,0	3,9	4,4	-3,9	-4,7	-3,2
Ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) inflatsioon (%)	3,6	3,0	3,6	0,0	0,0	0,0
Jooksevkonto (% SKPst)	-8,6	-7,9	-7,3	1,0	1,4	1,7
Reaalpalga kasv (%)	8,2	6,3	5,7	-0,1	-0,8	-1,0
Välisvõlg (% SKPst)	95,6	103,1	109,8	-0,6	0,5	3,8