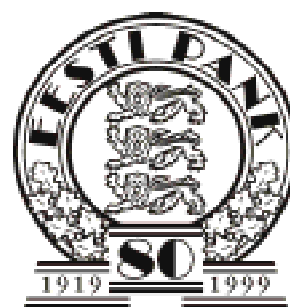


# Säästmine Eestis

**Rasmus Pikkani**  
**Martti Randveer**



**Eesti Panga Toimetised**  
**nr 3, 1999**



# Säästmine Eestis

**Rasmus Pikkani**  
**Martti Randveer**

**Tallinn**  
**1999**

---

Käesolev töö vaatleb majandusagentide säästmiskäitumist mõjutavaid tegureid, annab ülevaate Eesti kodumaise säästmise dünaamikast erinevates institutsionaalsetes majandussektorites ja püüab ökonomeetriliste meetodite abil hinnata Eesti kodumaist säästmiskalduvust mõjutavaid tegureid. Samuti analüüsib säästmise ja investeringute ning säästmise ja majanduskasvu vahelisi seoseid ning hindab säästmise soodustamisele suunatud majanduspoliitiliste sammude efektiivsust.

Töös jõuame järeldusele, et ajavahemikus 1995-1998. a III kvartal on Eesti kodumaist säästmist toetanud tähtjaliste pangahoiuste intresside ja sisemajanduse koguprodukti (SKP) reaalkasvu tõus ning pidurdanud inflatsiooni kiirenemine ja SKPsse suhestatud laenujäägi kasv. Samuti, et kodumaise säästmise ja investeringute korrelatsioon on Eestis olnud suhteliselt nõrk ning majanduskasv on erinevate institutsionaalsete majandussektorite säästmist mõjutanud erinevalt. Töös jõuame ka järeldusele, et Eestis võib avaliku sektori säästmise suurendamist lugeda üheks efektiivsemaks kodumaise säästmismäära tõstmisele suunatud majanduspoliitiliseks sammuks.

---

Autorite e-posti aadressid: [rpikkani@epbe.ee](mailto:rpikkani@epbe.ee); [randveer@epbe.ee](mailto:randveer@epbe.ee)

**Toimetise autorite arvamused ei pruugi ühtida Eesti Panga seisukohtadega.**

# Sisukord

Sissejuhatus	3
1. Säästmise teoreetilised aspektid siirdemajandustes	3
2. Säästmise dünaamika Eestis aastatel 1994-1998	4
2.1. Avaliku sektori säästmine	5
2.2. Erasektori säästmine	5
3. Eesti säästmiskalduvuse empiiriline hinnang	7
3.1. Säästmiskäitumist seletavate tegurite valik	7
3.2. Empiiriline hinnang	9
4. Säästmine ja investeringud	13
5. Säästmine ja majanduskasv	15
6. Säästmise majanduspoliitilised aspektid	17
6.1. Fiskaalpoliitika efektiivsus kodumaise säästmise tõstmisel	17
6.2. Ettevõtete ja majapidamiste säästmise vastuolulisus siirdemajandusriikides	18
6.3. Finantssektori reformi mõju säästmistasemele	20
7. Kokkuvõte	21
Lisad	23
Kasutatud kirjandus	24

## Sissejuhatus

Viimase viie-kuue aasta jooksul on kodumaise säästmise<sup>1</sup> tase Eestis olnud suhteliselt madal. Andmed erinevate riikide majandusarengu kohta osundavad aga sellele, et kiire majanduskasvuga kaasneb üldjuhul ka kodumaise säästmise kõrge tase. Kuigi praegu puudub majandusalases kirjanduses selge ja üldtunnustatud teoreetiline kontseptsioon majanduskasvu ja säästmistaseme vahelise põhjusliku seose kohta, peetakse kodumaise säästmise kõrget määra üheks oluliseks kiiret ja jätkusuutlikku majanduskasvu toetavaks teguriks.

Johtuvalt säästmisega seotud problemaatika aktuaalsusest analüüsimegi käesolevas töös säästmise teoreetilisi ning majanduspoliitilisi aspekte ja püüame hinnata säästmist mõjutavaid tegureid Eestis. Peamiseks eesmärgiks võtsime Eesti majandussektorite säästmiskäitumise analüüsi, kodumaise säästmise ja majandusarengu vahelise seose ning kodumaist säästmist soodustavate majanduspoliitiliste sammude efektiivsuse hindamise.

Töö võib tinglikult jaotada kahte ossa. Esimeses osas, mis koosneb kolmest esimesest peatükist, käsitleme säästmist kitsamalt: esimeses peatükis vaatleme majandusagentide säästmiskäitumist mõjutavaid tegureid siirdemajandustes (sh Eestis) kahe peamise, s.o elutsükli ja püsiva sissetuleku tarbimisteooriatest lähtudes. Teises peatükis esitame ülevaate Eesti kodumaise säästmise dünaamikast erinevates institutsionaalsetes majandussektorites aastatel 1994-1998. Kolmandas peatükis hindame ökonomeetriliste meetodite abil Eesti kodumaist säästmiskalduvust mõjutavaid tegureid.

Teises osas vaatleme säästmiskäitumist laiemalt. Neljandas ja viiendas peatükis analüüsime vastavalt säästmise ja investeringute ning säästmise ja majanduskasvu vahelisi seoseid. Kuuendas peatükis püüame hinnata kodumaise säästmise soodustamisele suunatud majanduspoliitiliste sammude efektiivsust. Seejuures tuginame töö teises osas esimeses kolmes peatükis esitatud järeldustele Eesti majandussektorite säästmiskäitumise kohta.

## 1. Säästmise teoreetilised aspektid siirdemajandustes

Elutsükli ja püsiva sissetuleku tarbimisteooriate kohaselt sõltub eratarbimine eraisikute jõukusest, nende ootustest tulevikus teenitava sissetuleku suhtes ja intressitasemest. Nende teoreetiliste mudelite kohaselt on eriti suure tähtsusega eraisikute ootused järgnevatel perioodidel teenitava sissetuleku suhtes. Ajutised muutused jooksva perioodi sissetulekutes eratarbimise taset oluliselt ei mõjuta. Nii näiteks säästavad keskeas inimesed peamiselt seetõttu, et soovivad endile pensionieaks tagada piisavad tarbimisvõimalused. Noored kulutavad aga jällegi rohkem kui teenivad, kuna nende hetkesissetulek on suure tõenäosusega väiksem kui nende püsiv sissetulek (*“permanent income”*). Mõlema teooria kohaselt muutub enamiku eraisikute säästukäitumine nende eluea jooksul suhteliselt ühtmoodi: noorte ja pensionieas olevate inimeste tarbimiskulutused ületavad nende sissetulekuid, keskeas on eraisikute sissetulekud suuremad kui nende poolt tehtud väljaminekud.

---

<sup>1</sup> Säästmist defineeritakse tavaliselt kui jooksva tulu ja jooksva kulu vahet. Kodumaise säästu all mõistame järgnevalt kodumaiste (reaal)investeeringute ning kaupade ja teenuste ekspordi-impordi saldo vahet.

Mõlema teooria kohaselt peaks riigi säästmistase sõltuma elanikkonna demograafilisest struktuurist. Juhul, kui pensioniealiste ja noorte osatähtsus on riigis suhteliselt kõrge, peaks säästmise osatähtsus sisemajanduse koguproduktis olema suhteliselt madal. Vastupidisel juhul peaks kodumaine säästmine olema võrdlemisi kõrge.

Samas tuleb rõhutada, et mõlemal teorial on mitmeid puudusi. Eriti teravalt avalduvad need siirdemajandusriikide säästmistasemete selgitamisel. Mõlemad teooriad eeldavad seda, et eraisikutel on suhteliselt hea ligipääs laenuressursile ja et eraisikud võivad laenu võtta ka järgnevatel perioodidel teenitava sissetuleku tagatisel. See eeldus ei vasta tegelikkusele aga isegi kõige arenenumates turumajandusriikides, kus suurel osal eraisikutel on laenamine tulevikus teenitava sissetuleku tagatisel oluliselt raskendatud. Siirdemajandusriikides on eraisikutel laenu võtmine keeruline aga isegi kinnisvara tagatisel. Seetõttu on üleminekumajandusega maades nende inimeste ring, kellel on võimalik laenata järgnevate perioodide sissetuleku tagatisel, võrdlemisi piiratud. Seega kahandavad nende teooriate selgitusjõudu Ida- ja Kesk-Euroopa riikides eeskätt eraisikute likviidsuspiirangud.<sup>2</sup>

Elutsükli ja püsiva sissetuleku tarbimisteooriate kohaselt peaksid siirdemajandusprotsessid mõjutama eraisikute säästmist kolmel viisil:

asetleidvad struktuursed muudatused suurendavad eraisikute ootusi tulevikus teenitava sissetuleku suhtes, mis ergutab tarbimist. Juhul, kui siirdemajandusriikides leiab samaaegselt aset ka eraisikute ostujõu langus, peaks nimetatud arengutega kaasnema eraisikute säästmise langus;

säästmist mõjutavaks teguriks võivad siirdemajandusriikides olla eraisikute ootused sotsiaalkindlustussüsteemi edasise arengu suhtes. Juhul, kui eraisikute arvates riiklik sotsiaalkindlustussüsteem ei suuda tulevikus pensioniealistele inimestele tagada piisavat elatustaset, võib oodata nendepoolse säästmise teatavat tõusu;

siirdemajandusriikidele iseloomulikud eraisikute likviidsuspiirangud muudavad eratarbimise väga sõltuvaks muutustest nende jooksvates sissetulekutes. Kõnealune tegur peaks seega mõnevõrra pidurdama eraisikute optimistlikest tulevikuootustest tingitud säästmise langust (EBRD 1996).

Kuigi praegu on veel ebaselge, milline on ülaltoodud tegurite koondmõju, tuleks eraisikute säästmiskäitumise muutmisele suunatud majanduspoliitiliste otsuste kujundamisel neid kolme mõjurit kindlasti arvestada.

## 2. Säästmise dünaamika Eestis aastatel 1994-1998

Arengusuundumusi säästmise struktuuris vaatleme eeskätt institutsionaalsete majandussektorite – s.o avaliku sektori, ettevõtlussektori ja majapidamiste (eraisikute) lõikes. Lisaks säästmise dünaamika kirjeldamisele püüame välja tuua ka võimalikud erinevate majandussektorite säästmiskäitumist mõjutanud tegurid.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Likviidsuspiirangud = takistused pangalaenudele ja liisngtoodetele juurdepäsul. Nende tarbimisteooriate selgitusjõudu kahandab mitmes Ida- ja Kesk-Euroopa riigis ka 1980ndate aastate lõpu ja 90ndate alguse hüperinflatsioon, mille tulemusena vähenesid olulisel määral eraisikute finantssäästus.

<sup>3</sup> Praegu ei ole andmeid erinevate majandussektorite säästmise kohta. Seetõttu on võimalik modelleerida üksnes kodumaist säästmist tervikuna. Ökonomeetrilisi meetodeid ei saa aga kasutada institutsionaalsete majandussektorite säästmiskäitumist mõjutavate tegurite väljatoomisel ja nende mõju hindamisel.

1990ndatel aastatel on Eesti majandust iseloomustanud suhteliselt madal kodumaise säästmise tase. Sarnaselt enamikule Kesk- ja Ida-Euroopa riikidele on kodumaise säästmise osatähtsus jäänud alla 20 protsendi SKPst. Aastatel 1994-1998 kõikus kodumaise säästmise osatähtsus Eestis vahemikus 16-19,7% SKPst<sup>4</sup>.

## 2.1. Avaliku sektori säästmine

Võrreldes OECD maadega on Eesti avaliku sektori säästmine olnud suhteliselt kõrgel tasemel ulatudes aastatel 1994-1998 ligikaudu 3,5 kuni 6 protsendini SKPst. Tõsiseks probleemiks oli erasektori madal säästmiskaldumus.

Avaliku sektori säästu<sup>5</sup> suurus sõltus aastail 1994-1998 eeskätt tema defitsiidi/ülejäagi tasemest. Samal ajal kui avaliku sektori investeeringute tase kõnealusel ajavahemikul oli suhteliselt stabiilne (ca 4-5% SKPst), siis tulude-kulude vahe ulatus 1,5 % suuruselt defitsiidist SKP suhtes 1996. aastal kuni 2 protsendi suuruse ülejäägini 1997. aastal. Avaliku sektori säästmise tase oligi madalaim 1996. aastal (3,4% SKPst) ja kõrgeim 1997. aastal (5,9% SKPst)<sup>6</sup>. Seega – aastatel, mil avaliku sektori tulud ületasid tema tehtud kulusid, oli suhteliselt kõrge ka säästmise tase (nt 1994. ja 1997. aasta), ja vastupidi.

Kuivõrd koondvalitsuse eelarveline seis sõltus neil aastatel Rahandusministeeriumi majandusprognoside täpsusest<sup>7</sup>, Rahvusvahelise Valuutafondi soovitustest ning kesk- ja kohalike omavalitsuste tasandil tehtud otsustest välislaenude arvel finantseeritavate investimisprojektide maksumusest, oli avaliku sektori säästu suurus üksteisest suhteliselt sõltumatute tegurite koosmõju tulemus.

## 2.2. Erasektori säästmine

Eesti erasektori keskmine säästmiskaldumus oli 1994-1998. aastal rahvusvahelises võrdluses suhteliselt väike, tema osakaal ulatus üksnes 11-16 protsendini SKPst. OECD maades on erasektori säästmine 1990ndatel aastatel ulatunud ca 20% SKPst. Erasektori madal keskmine säästmiskaldumus tulenes nii Eesti ettevõtete kui ka eraisikute vähesest säästmisest, mis ulatusid ajavahemikul 1994-1997 vastavalt 3-6% ja 6-12%ni SKPst.<sup>8</sup> Ettevõtlussektori säästmise võib laias laastus jaotada kaheks alamperioodiks:

1994. aastal moodustas ettevõtete sääst ca 6 kuni 6,5 protsenti SKPst ning  
1995-1998. aastal küündis ligikaudu 8 kuni 12 protsendini SKPst.

Formaalselt tulenes ettevõtete säästmise madal tase 1994. aastal ettevõtlussektori kasumlikkuse alanemisest. Viimane seondus omakorda 1994. aasta majanduslanguse ning samaaegse reaalpalka suhteliselt kiire kasvuga. SKP vähenes 1994. aastal 1,8% võrra, palkade ja sotsiaalmaksu osatähtsus SKPs kasvas aga 52,7 protsendilt 1993. aastal 57,3 protsendini 1994. aastal. Seejuures kasvasid palgad peamiselt ettevõtete kasumite arvel.

---

<sup>4</sup> Vt lisa 1

<sup>5</sup> Tavaliselt väljendatakse avaliku sektori säästu suurust tema jooksvate tulude ja kulude vahena. Meie käsitlеме seda kui avaliku sektori investeeringute ja jooksvate tulude-kulude vahe summat.

<sup>6</sup> Vt lisa 1

<sup>7</sup> 1994. ja 1997. aasta valitsussektori eelarveülejääk tulenes suuresti asjaolust, et tegelik majanduskasv osutus kiiremaks, kui prognoositud.

<sup>8</sup> Vt lisa 1. Andmed ettevõtete ja eraisikute säästmise kohta on hinnangulised.

Ettevõtlussektori säästmise märgatav suurenemine<sup>9</sup> 1995. aastal tulenes kaudsete maksude suhtelisest alanemisest - kui 1994. aastal küündisid kaudsed maksud Statistikaameti andmetel 15,4%ni SKPst, siis 1995. aastal vähenes nende osatähtsus 14,5% SKPst. Ettevõtete säästmise suurenemisele aitas 1995. aastal kaasa ka ettevõtte tulumaksu laekumise suhteline alanemine. 1994. aastal moodustas riigieelarvesse tasutud ettevõtte tulumaksu üldsumma 3,6 protsenti SKPst. 1995. aastal üksnes 2,6 protsenti.<sup>10</sup>

1996. ja 1997. aastal ulatus ettevõtlussektori säästmise tase ca 8-10 protsendini SKPst. Ettevõtlussektori säästmist toetas neil aastatel ettevõtete kasumlikkuse suurenemine, millele aitas oluliselt kaasa seda perioodi iseloomustanud tööjõukulude osatähtsuse alanemine. Kui 1995. aastal ulatus palga ja sotsiaalmaksu osatähtsus Statistikaameti andmetel 56,8 protsendini SKPst, siis 1996. ja 1997. aastal langesid need vastavalt 53,2 ja 50,9 protsendini SKPst.

Eraisikute keskmine säästmiskalduvus (säästmise ja kasutatava tulu suhe) püsis 1994-1998. aastal alla 10 protsendi SKPst, kusjuures 1995-1998. aastal see alanes veelgi. Kui 1995. aastal küündis eraisikute säästmine ca 6 protsendini SKPst, siis 1997. aastal vaid ligikaudu 3 protsendini.

Aastatel 1995-1997 andis eraisikute säästmise vähenemisest tunnistust esmajoones nende netopositsiooni kasvu aeglustumine pangandussektori suhtes.<sup>11</sup> Kuigi eraisikute netopositsiooni kasvu aeglustumine pangandussektori suhtes tulenes peamiselt nendele väljastatud pangalaenude kiirest kasvust, tuleb arvestada seda, et eraisikutele antavaid laene kasutatakse suures osas jooksvate kulutuste finantseerimiseks.<sup>12</sup>

Aastatel 1995-1997 täheldatud eraisikute keskmise säästmiskalduvuse alanemine võis olla tingitud mitmest asjaolust. Esiteks oli see suhteliselt kiire majanduskasvu aeg, mis suurendas eraisikute kindlustunnet edasise majandusarengu suhtes. Muudel võrdsetel tingimustel võib eraisikute kindlustunde süvenemine eduka majandusarengu jätkumise suhtes alandada ettevaatusest motiveeritud säästmist. Teisalt võis kiire majanduskasv neil kolmel aastal suurendada eraisikute ootusi tulevikus teenitava sissetuleku suhtes. Kirjeldatud arengutendents vähendab muudel võrdsetel tingimustel aga jooksva perioodi säästumäära. 1996. ja eriti 1997. aastat iseloomustas ka pankade riskivalmiduse suurenemine ja finantssektori väliskapitali kaasamise võime märgatav kasv ning 1996. aastat ja 1997. aasta kolme esimest kvartalit ka Tallinna Väärtpaberibörsil noteeritud aktsiate kiire hinnatõus<sup>13</sup>. Kuna enamik nendest aktsiatest kuulus residentidele, võis aktsiahindade tõusust tingitud eraisikute jõukuse kasv põhjustada ka nende keskmise säästmiskalduvuse alanemist.

<sup>9</sup> Vt lisa 1. Mõningad kaudindikaatorid (nt Statistikaameti poolt avaldatavad andmed ettevõtete finantsnäitajate kohta, ettevõtete tegevuse ülejäägi osakaal SKPst, ettevõtete tulumaksu laekumised) osundavad võimalusele, et lisa 1. kajastatud ettevõtlussektori säästmise ca 3 protsendipunktiline tõus 1995. aastal võib olla ülehinnatud.

<sup>10</sup> Eestis kehtiva tulumaksu seaduse kohaselt sõltub ettevõtete poolt riigieelarvesse makstava tulumaksu suurus olulisel määral eelmise aasta kasumite suurusest. 1995. aastal täheldatud ettevõtete poolt riigieelarvesse tasutava tulumaksu suhteline vähenemine seondus osaliselt ettevõtlussektori madala kasumlikkusega 1994. aastal.

<sup>11</sup> Netopositsioon pangandussektori suhtes = hoiused pankades - laenu pankadest.

<sup>12</sup> Kuigi enamik eraisikutele väljastatud laenudest on eluasemelaenu, tuleb silmas pidada, et suurt osa neist vahenditest kasutatakse juba olemasolevate korterite ja eramute soetamiseks. Selliseid kulutusi aga rahvamajanduse arvepidamise (SNA) meetodika järgi investeringuteks ei loeta.

<sup>13</sup> 1997. aasta augustis ulatus aktsiaturu kapitalisatsioon 29 miljardi kroonini e. 45 %ni selle aasta SKPst.

Nende arengusuundumuste tõttu kahanesid ajavahemikul 1996-1997 keskmisest suurema sissetulekuga eraisikute likviidsuspiirangud. Eeldatavasti soodustas see nende elanikegruppide keskmise säästmiskalduvuse alanemist.

Kuigi 1998. aasta esimesel poolaastal küündis eraisikute säästmine 5-6%ni selle perioodi SKPst, ulatus säästmise tase 1998. aastal tervikuna 3-4%ni SKPst.<sup>14</sup> 1998. aasta I poolaastal tulenes eraisikute säästmise suurenemine eeldatavasti likviidsuspiirangute suurenemisest. Kui 1997. aastal suurenes eraisikutele väljastatud laenude kogumaht ca 2,4 miljardi krooni võrra, siis 1998. aastal (sh ka I poolaastal) pidurdus eraisikutele antud pangalaenude maht järsult ning oli 1998. aasta lõpul enam-vähem võrdne 1997. aasta lõpu tasemega.

### 3. Eesti säästmiskalduvuse empiiriline hinnang<sup>15</sup>

Kuigi Eesti majandus ei ole kõige sobivam säästmiskäitumist puudutavate teooriate paikapidavuse kontrolliks<sup>16</sup>, tasub siiski jõudu katsuda säästmise käitumise empiirilise hindamisega. Oma töös ei võtnud me aluseks ühtegi kindlat majandusteooriat, vaid kasutasime vastavates teooriates esitatud seletavaid muutujad ning kontrollisime nendest igäühe võimet selgitada säästmiskäitumist Eestis.

#### 3.1. Säästmiskäitumist seletavate tegurite valik

Eelnevast tööst järeldub, et erinevates sektorites säästmiskalduvust mõjutavate tegurite esialgne loend kujuneb lühidalt järgmiseks (sulgudes on toodud vastava sektori osatähtsus kogu kodumaises säästmises):

##### **Avaliku sektori säästmine (20%-30%)**

- ✓ tegeliku ja prognoositud nominaalse majanduskasvu vahe
- ✓ avaliku sektori säästmist puudutav poliitiline otsus

##### **Ettevõtete säästmine (40%-50%)**

- ✓ ettevõtete kasumlikkus
- ✓ tööjõukulud

##### **Eraisikute säästmine (20%-30%)**

- ✓ ootused tuleviku tulude suhtes
- ✓ majandusagentide kindlustunne
- ✓ sissetulekute tase
- ✓ rahaliste säästude tootlus
- ✓ finantsturgude areng, likviidsuspiirangud

<sup>14</sup> Esitatud hinnang majapidamiste säästmise kohta 1998. a tervikuna on ligikaudne.

<sup>15</sup> Säästmiskäitumist uuriva töö empiiriline osa valmis 1999. aasta esimestel kuudel ja seepärast on viimased empiirilise hinnangusse kaasatud vaatlused 1998. aasta kolmandast kvartalist. Enne töö trükkiminekut läbiviidud kiired ja pealiskaudsed empiirilised hinnangud näitasid enamiku töös väljatoodavate seoste püsimist ka peale kolme uue vaatluse lisamist. Ainuke oluline muutus ilmnas laenujäägi kui likviidsuspiirangut peegeldava seletava muutuja osutumises statistiliselt mitteoluliseks dünaamilises võrrandis. Eelnevat saab kokkuvõtvalt pidada positiivseks märgiks kuna 1998. aasta teine ja 1999. aasta esimene pool olid Eesti majanduse viimase aja suurimat tagasiminekut kattev periood, mille jooksul toimus mitmeid olulisi muutusi majandusagentide käitumises.

<sup>16</sup> Pika põhjuste loetelu esikohtadele kuuluvad majanduse ebastabiilsus, lühikesed aegread ning Eesti tingimustes raskesti kvantifitseeritavate ootuste teooriajärgne tähtis roll säästmisotsustes.



Kuna usaldusväärne kvartaalne statistika üksikute majandussektorite säästukäitumise kohta puudub, uurisime üksnes kodumaist säästmist tervikuna. Kodumaise agregeeritud säästmiskäitumise kujunemise empiirilisel hindamisel kasutasime seetõttu kõiki sektoreid üksikult mõjutavaid tegureid korraga.

Kodumaise säästmise arvutamisel lähtusime sisemajanduse koguprodukti tarbimispoolsest identiteedist ( $Y = C + I + G + NX$ ). Selles kontekstis loetakse säästmiseks (S) osa tuludest (Y), mis ei ole suunatud eratarbimisele (C) ja avaliku sektori tarbimisele (G). Ehk säästmine  $S = Y - (C+G)$ , mis on omakorda avaldatav  $S = I + NX$ , kus I ja NX tähistavad vastavalt investeeringuid ja netoeksporti.

Kuna säästmise absoluutsuurus (S) üksinda on väheinformatiivne ning muutub võrreldavaks ja olulist infot pakkuvaks alles suhestatuna sisemajanduse koguprodukti, suuname kogu tähelepanu empiirilises töös just säästmise suhtele sisemajanduse koguprodukti ehk keskmisele säästmiskalduvusele, mida edaspidi tähistame s ( $s = S/Y$ ). Sarnaselt säästmisele tähistavad ka kõik teised väiketähed vastava näitaja suhet SKPsse.

Säästmiskäitumist mõjutavate protsesside lähendmuutujate valik kujunes lähtuvalt kasutada olevast statistikast järgmiseks (sulgudes on toodud töös kasutatavad tähistused):

**Ettevõtete kasumlikkus:** Statistikaamet avaldab perioodiliselt väga üksikasjalikke andmeid ettevõtete finantsnäitajate kohta. Samal ajal ei ärata need andmed kasutajates üldjuhul kuigi suurt usaldust. Usaldamatuse peamiseks põhjusteks võib lugeda seadusandluse ja selle täitmise kontrolli nõrkust ning erinevat raamatupidamislikku osavust, mis koos raamatupidamises kajastuvate kasumite ja maksuametile makstavate tulumaksude kujunemise seisukohalt on väga tähtsad tegurid.

**Tööjõukulud:** Ettevõtete säästmiskäitumise oluline tegur on nende kasumlikkus<sup>17</sup>, mille otsene kasutamine on eelmisele punktile tuginedes kahjuks mõttetu. Samas täheldasime ka, et ettevõtete kasumlikkuse alanemisele otseselt viitav tegur oli töötasude ennakkasv võrreldes üldise tootlusega. Seetõttu on mõttekas ettevõtete kasumlikkuse lähendmuutujana kasutada tööjõukulude<sup>18</sup> suhet SKPsse. Siinkohal võib taas probleemiks kujuneda andmete usaldatavus, kuna nn ümbrikupalgad ei kajastu ettevõtete raamatupidamises. Teine finantsstatistikat vältiv viis oleks kasutada keskmist brutopalka (W). Palga kasutamisel peaks kaaluma palga korrigeerimist tööhõivega. Kuna läbi vaadeldava perioodi (1994. aasta I kvartal kuni 1998. aasta III kvartal) ei ole tööhõives väga suuri muutusi aset leidnud ja tööhõivet kajastavate kvartaalsete ning piisava tihedusega avaldatavate usaldusväärsete andmete leidmisega tekiks probleeme, siis ei ole püsiva tööhõive eeldus väga suur eksimus.

**Majapidamiste ootused:** Eesti Konjunktuuriinstituut (EKI) küsitleb kvartaalse tarbijabaromeetri<sup>19</sup> koostamisel ca 350 inimest. Kasutatavasse küsimustikku kuuluvad punktid hinnanguga pere ja riigi majandusliku hetkeolukorra kohta võrreldes aastatagusega (tähistatud vastavalt EKI\_PERE\_H ja EKI\_RIIK\_H) ning prognoosiga võimaliku tulevase majandusliku olukorra kohta (vastavalt EKI\_PERE\_P ja EKI\_RIIK\_P). Muudest allikatest pärit kvantifitseeritavaid näitajaid majapidamiste ootuste kohta kahjuks ei ole.

<sup>17</sup> Vt lk 6

<sup>18</sup> Tööjõukuludena käsitleme siin SKP statistika sissetuleku meetodi järgses arvestuses rida "palk ja sotsiaalmaks" mis moodustab töötasufondi (TTF).

<sup>19</sup> EKI (1999) lk 37

**Kindlustunne:** Sarnaselt majapidamiste ootustele uurib EKI kord kvartalis ka arvamusi, mis võiksid kajastada majapidamiste kindlustunnet. Siia alla kuuluvad hinnang pere ja riigi majandusliku hetkeolukorra kohta võrreldes aastatagusega (EKI\_PERE\_H, EKI\_RIIK\_H) ning majapidamiste hinnang säästmise võimalikkuse kohta nii küsitluse hetkel (EKI\_SÄÄST\_H) kui ka säästmise võimalikkuse prognoos järgmise 12 kuu jooksul (EKI\_SÄÄST\_P). Lisaks arvutab EKI kokku ka OECD poolt kasutatava baromeetri sünteesindikaatorina tarbijate kindlustunde indikaatori<sup>20</sup> (EKI\_KINDLUS). Täienduseks EKI uurimustele võib kasutada veel mitmeid erinevaid lähendmuutujaid või indikaatoreid, mis peaksid tihedalt seotud olema kas kindlustunnet loovate või muutunud kindlustunde tulemusel avalduvate majandusprotsesse kajastavate näitajatega. Eesti puhul sobivad siia ehk kõige paremini tarbijahindade inflatsioon (THI\_4Q) ja majanduse reaalkasv (RSKP\_4Q)<sup>21</sup>.

**Sissetulekute tase:** Kui kindlustunne ning positiivsed ootused kaugema tuleviku suhtes (mis mõlemad on tõenäoliselt otseselt seotud valitseva majandusolukorraga) avaldavad negatiivset mõju jooksva perioodi säästukäitumisele, siis koos majandusolukorra paranemisega suurenevad ka majapidamiste sissetulekud ning tekivad vahendid, millede arvelt võib säästmine üldse võimalikuks kujuneda. Sissetulekute taseme lähendmuutujana kasutamiseks kõlbavad näiteks brutopalk (W); reaalsalga kasv (RW\_4Q); töjõukulud (TTF) ning reaaltulu muutus ehk majanduskasv (RSKP\_4Q).

**Rahaliste säästude tootlus:** Säästud võivad olla rahalised ja mitterahalised. Neist esimestele avaldab suure tõenäosusega mõju neilt teenitav tulu ehk tähtajaliste hoiuste keskmine intressimäär (ID\_AV). Kasutades seletava muutujana nominaalset intressimäära, tuleb seletavate muutujate loetellu kindlasti lisada ka inflatsioon (THI\_4Q), kuna majandusagendid jälgivad tõenäoliselt pigem reaaltulu kui nominaaltulu (eriti kõrge inflatsiooni tingimustes). Kuna intressimäärade otsene ümberarvestamine reaalsele baasile nõuaks konkreetseid arvandmeid inflatsiooniootuste kohta<sup>22</sup>, piirdume käesolevas töös nominaalse intressimäära ning jooksva perioodi inflatsiooni samaaegse kasutamisega.

**Likviidsuspiirangud:** Kuna säästmiskäitumise juures avaldab tähtsat rolli tulude nn nihutamine ajas, on säästmise juures väga tähtsal kohal ka laenude kättesaadavus. Olukorras, kus isikutel on ülimalt positiivsed ootused tuleviku suhtes, ei piisa säästukalduvuse alanemiseks üksnes positiivsetest emotsioonidest. Lisaks emotsioonidele peab võimalik olema tulevikus saada loodetavate tulude arvelt laenamine praegu. Parim sellekohane näitaja peaks olema erasektorile välja antud laenude jääk<sup>23</sup> (LAEN\_J\_ERA).

### 3.2 Empiiriline hinnang

Meie kasutada olevate aegridade põhjal on säästmiskalduvuse empiirilise hinnangu saamiseks mitmeid võimalusi. Sõltumata aegridade lühidusest (nt SKP statistikat saab kasutada kvartaalsete vaatlustena alates 1993. aasta I kvartalist) ja nende halbadest omadustest ökonomeetriliste vahenditega töötlemiseks (ennekõike tugevad trendid ning

<sup>20</sup> Täpsemalt EKI (1999) lk 38

<sup>21</sup> Laiend\_4Q tähistab näitaja nelja kvartali kasvuiindeksit (nt RSKP\_4Q tähistab vastava kvartali SKP reaalkasvu võrreldes aastataguse sama kvartali näitajaga).

<sup>22</sup> EKI uurib tarbijabaromeetri osana ka tarbijate ootusi tulevase hinnataseme suhtes, kuid küsitlus ei anna otsest arvsuurust, vaid hinnangu oodatud muutuste suuna ja tugevuse kohta. Vt EKI (1999) lk 39.

<sup>23</sup> Käesolevas töös osas peetakse erasektorile antud laenudest rääkides erasektori all silmas üksnes majapidamisi ning finantsvahendusega mittetegelevaid äriühinguid.

sesoonsed kõikumised), püüame kõigil juhtudel kasutada tehnikaid, mis ei seaks kahtluse alla leitavate seoste põhjendatust. Peamine oht on kasutada regressioonvõrrandis mittestatsionaarseid aegridu, saades ülikõrge seletava jõuga, kuid samal ajal nihutatud ja mitte normaalselt jaotuvate parameetritega regressioonvõrrandeid (nn *spurious regression*). Sellest hoidumiseks tegime kõigi kasutatavate muutujatega läbi statsionaarsustestid ning saadud tulemuste põhjal otsustasime säästmiskalduvuse hindamiseks kasutada veaparandusmehhanismi<sup>24</sup>.

Arvestades kasutatavate aegridade statsionaarsustestide tulemusi<sup>25</sup> (olles samal ajal teadlik testitulemuste peamiselt aegridade lühidusest tulenevast madalast usaldusväärsest), jäid veaparandusmehhanismina kasutatava pikaajalise tasakaalu hindamiseks sõelale üksnes esimest järku integreeritud aegread. Peamine sellise otsuse langetamise põhjus oli sesoonselt tasandatud säästukalduvuse enese kuulumine esimest järku integreeritud aegridade hulka ning sellest edasi tulenev soov kasutada empiirilistes hinnangutes veaparandusmehhanismi rakendamisel kointegratsioonianalüüsi elemente<sup>26</sup>.

Seega said esimeses etapis väljavalituteks tähtajaliste hoiuste keskmine intressimäär (ID\_AV); reaalne majanduskasv (RSKP\_4Q); inflatsioon (THI\_4Q) ning SKPsse suhestatud erasektorile välja antud laenude jääk (laen\_j\_era); töajookulud (ttf) ja keskmine brutopalk (w).

Empiirilise hinnangu koostamise tähtis samm on nn pikaajalise tasakaalu võrrandis kasutatavate muutujate täpne valik. Kuna võimalike seletavate muutujate arv on suhteliselt suur (kokku 6 näitajat) ning vaatluste arv väga väike, on nende kõigi kaasamine kointegratsioonivektorisse raske. Parimate pikaajalist tasakaalu seletavate muutujate leidmiseks uurisime esmalt üksikute tegurite iseseisvat mõju säästukalduvuse kujunemisele, milleks kasutasime nii tavalist vähimruutude meetodit (OLSi) kui Grangeri kausaalsustesti ning edasi kõigi väljavalitud tegurite koosmõju säästukalduvusele (kasutades OLSi ja Johanseni kointegratsiooni testi). Seoste uurimise tulemusena selgus, et kõige paremini seletab säästukalduvuse pikaajalist käitumist kointegratsioonivektor, mille teguriteks on sesoonselt tasandatud säästukalduvus, reaalne majanduskasv, tähtajaliste hoiuste intressimäär, inflatsioon ning erasektori laenujääk suhestatuna SKPsse. Sooritatud testide tulemustele ning erinevate hinnangute võrdlusele tuginedes selgus, et intressimäär ning laenujääk avaldavad säästukalduvusele mõju üheperioodilise<sup>27</sup> viitajaga. Loetletud näitajate vahelise kointegratsioonitesti tulemused kujunesid suhteliselt headeks (vt tabel 1). Samas tasub siiski veel kord toonitada, et tänu väikesele vaatluste arvule ei ole ei statsionaarsusega ka kointegratsioonitestide usaldusväärsus olenemata väga headest tulemustest kuigi suur.

Teades, et loetletud viie muutuja vahel eksisteerib kointegratsioonivektor, on edasise empiirilise hinnangu saamiseks kasutada mitmeid viise. Võimalik on kasutada Engle-Granger'i nn kaheastmelist meetodit<sup>28</sup>, Johanseni kointegratsioonitesti abil arvatud vektorit ennast (tabel 1), või hinnata tervet veaparandusmudelit ühekorraga.

<sup>24</sup> lähemalt veaparandusmehhanismist Davidson ja MacKinnon (1993), lk 683

<sup>25</sup> Vt lisa 2

<sup>26</sup> Vt nt Banerjee, Dolado, Galbraith ja Hendry (1993)

<sup>27</sup> Üks periood = üks kvartal

<sup>28</sup> Vt lähemalt Engle ja Granger (1987)

**Tabel 1. Johansen'i kointegratsioonitest**Muutujad:  $\ln(s)$   $\ln(\text{ID\_AV}(-1))$   $\ln(\text{RSKP\_4Q})$   $\ln(\text{THI\_4Q-1})$   $\ln(\text{laen\_j\_era}(-1))$ 

Viitaegade arv: 0

Omväärtus	Test-statistik	5% kriitiline väärtus	1% kriitiline väärtus	Testitud kointegratsioonivektorite arv
0,97812	101,5249	76,07	84,45	None **
0,756382	44,19185	53,12	60,16	At most 1
0,437266	23,00956	34,91	41,07	At most 2
0,419214	14,38533	19,96	24,6	At most 3
0,340088	6,234726	9,24	12,97	At most 4

\*(\*\*) tähistab hüpoteesi tagasilükkamist 5%(1%) olulisusnivool

L.R. test tuvastas 1 kointegratsiooni võrrani 5% olulisusnivool

Normaliseeritud kointegratsioonivекtori koefitsiendid ja vastavad standardhälbed (eeldades ühte kointegratsioonivекторit)

$\ln(s)$	$\ln(\text{ID\_AV}(-1))$	$\ln(\text{RSKP\_4Q})$	$\ln(\text{THI\_4Q-1})$	$\ln(\text{laen\_j\_era}(-1))$	C
1	-0,354819 (-0,01185)	-3,208344 (-0,14313)	0,176312 (-0,01797)	0,135865 (-0,02243)	1,366573 (-0,03422)

Tänu väikesele vaatluste arvule langeb viimane võimalus siiski kohe ära (vabadusastmete arvuks kujuneks sellisel juhul üksnes 5). Kasutades kas Engle-Granger'i meetodit või Johanseni testi, saame veaparandusmudeli hindamise kahte ossa jagada. Sel juhul vabadusastmete arv näiliselt kasvab ning parameetrite hinnangud kujunevad eraldi võttes statistiliselt kvaliteetsemateks.

Selles töös otsustasime säästmise piirkalduvust hinnata veaparandusmudeliga, mille pikaajalise tasakaalu osa on hinnatud Johanseni kointegratsioonitestiga. Hinnatud veaparandusmudelisse jäid võrrandi dünaamilisse osasse statistiliselt olulistena sisse vaid kointegratsioonivекtoris esinenud tegurid (vt tabel 2). Püüdsime võrrandisse lisada ka kõiki ülejäänud võimalike seletavate muutujate diferentse sõltumata nende integreerituse astmest. Säästmiskalduvuse modelleerimisel ei osutunud aga mitte ükski majanduslikku kindlustunnet või -ootusi kajastav baromeeter statistiliselt oluliseks<sup>29</sup>.

**Tabel 2. Keskmise säästmiskalduvuse veaparandusmudel**Sõltuv muutuja:  $\Delta \ln(s)$ 

Meetod: Tavaline vähimruut

Kasutatav vaatluste arv: 15 (peale otspunktide kohandamist)

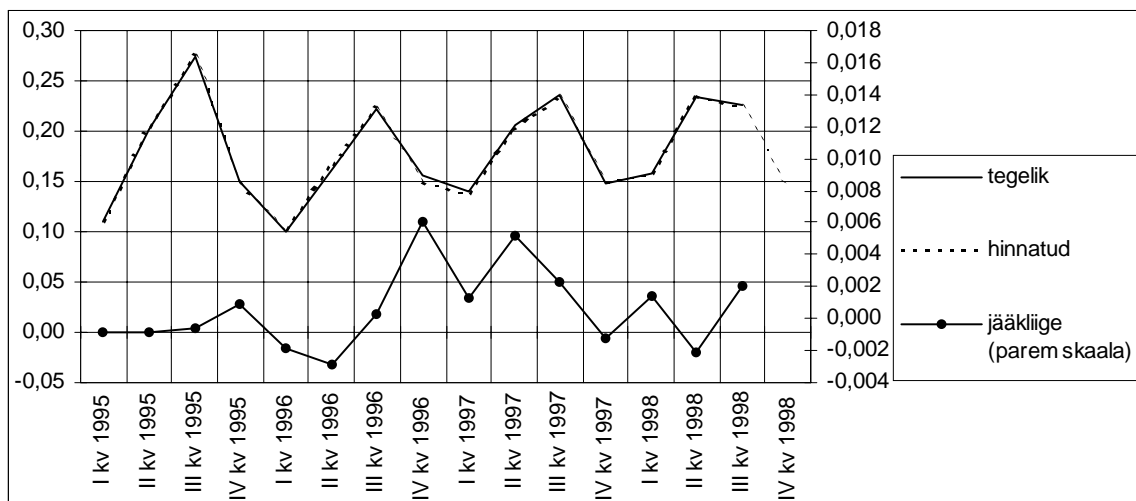
Muutuja	Koefitsient	Standardviga	t-Statistik	Tõenäosus
ECT	-1,5431	0,0986	-15,6503	0,0000
$\Delta \ln(\text{ID\_AV}(-1))$	0,3353	0,0192	17,4601	0,0000
$\Delta \ln(\text{RSKP\_4Q})$	2,7006	0,1845	14,6389	0,0000
$\Delta \ln(\text{THI\_4Q-1})$	-0,4249	0,0368	-11,5453	0,0000
$\Delta \ln(\text{laen\_j\_era}(-1))$	-0,5432	0,0593	-9,1553	0,0000
R-ruut	0,9872	Sõltuva muutuja keskvärtus		0,0007
Korrigeeritud R-ruut	0,9821	Sõltuva muutuja standardhälve		0,1729
Regressiooni standardviga	0,0231	Akaike informatsiooni kriteerium		-4,4334
Ruutjääkliikme summa	0,0054	F-statistik		192,84
Durbin-Watson statistiline kriteerium	2,7123	Tõenäosus (F-statistik)		0,0000
ECT = $\ln(s(-1)) - 0,35 * \ln(\text{ID\_AV}(-2)) - 3,21 * \ln(\text{RSKP\_4Q}(-1)) + 0,18 * \ln(\text{THI\_4Q}(-1) - 1) + 0,14 * \ln(\text{laen\_j\_era}(-2)) + 1,37$				

<sup>29</sup> Käesolevas töös oleme statistiliselt oluliseks lugenud tegurid, millede parameetrite usaldusnivoo on üle 95%.

Saadud empiiriline hinnang on siiski silmapaistvalt kõrge seletava jõuga (kohaldatud R-ruudu väärtus on 98,2%) ning pea sama silmapaistvalt kõrge Durbin-Watsoni statistilise kriteeriumiga (DW). DW kõrge väärtus on võrrandis selge hoiatav märk, hoolimata positiivsetest Breusch-Godfrey autokorrelatsioonitesti tulemustest (nullhüpoteesi autokorrelatsiooni puudumise kohta jääb tagasi lükkamata 99% usaldusnivool). Tõenäoliselt viitab kõrge DW statistik mõne olulise seletava muutuja puudumisele võrrandis<sup>30</sup>. Suure tõenäosusega võivad säästmise kontekstis sellised olulised näitajad olla majandusagentide ootused ja avaliku sektori poliitilised otsused.

Lisaks tabelis 2 toodud peamistele statistilistele testidele kontrollisime funktsiooni hindamisel juba eelpool mainitud Breusch-Godfrey autokorrelatsioonitesti ning stabiilsusteste (rekursiivsete jääkliikmete summa test (*cusum test*); rekursiivsete ruutjääkliikmete summa test (*cusum of squares test*); rekursiivsete parameetrite test (*recursive coefficient test*) ja rekursiivse jääkliikme test (*recursive residuals test*)). Jälgides hinnatud funktsiooni jääkliiget, tekkis soov kontrollida ka funktsiooni võimalikke murdepunkte, kuid väheste vaatluste tõttu ei olnud see võimalik.

Hinnatud funktsiooni *ex-post*<sup>31</sup> dünaamiline prognoosi (vt joonis 1)<sup>32</sup> ja hinnatud funktsiooni suhteliselt kõrge seletava võime taustal ei ole üllatavad ka funktsiooni *ex-post* prognoosi headust hindavate statistiliste kriteeriumite head tulemused. Sesoonselt tasandatud säästmise piirkalduvuse muudu hinnangu põhjal oli Theil'i ebavõrdsuskoeffitsiendi väärtus (*Theil inequality coefficient*) 0,0567; hinnangu nihutatuse proportsioon (*bias proportion*) 0,0010 ja kovariatsiooni proportsioon (*covariance proportion*) 0,9957.



**Joonis 1. Säästukalduvuse ex-post dünaamiline prognoos**

<sup>30</sup> Lihtsustatult tähendab kõrge DW statistik seda, et võrrandi poolt antud hinnang hindab süstemaatiliselt tegelikke väärtusi valesti (igale ülehindamisele järgneb antud juhul järgmisel perioodil alahindamine ning vastupidi). Seega, omades informatsiooni eelmiste perioodide jääkliikmete kohta, saaksime teoreetiliselt parandada jooksva perioodi hinnangut. Siiski aegrea komponentide sisseviimine võrrandisse võrrandi statistilisi omadusi ei parandanud.

<sup>31</sup> Tegelikel ajaloolistel andmetel tuginev

<sup>32</sup> Tänu töö koostamise ajal avaldatud statistikaameti 1998. aasta IV kvartali SKP reaalkasvu kiirhinnangule oli *ex-post* prognoosile lisada ka üheperioodiline *ex-ante* prognoos.

Kuna säästukalduvust on hinnatud kahes osas, on võrrandi omaduste otsene matemaatiline avaldamine suhteliselt keerukas. Leidmaks hinnatud funktsiooni elastsusi ja multiplikaatoreid<sup>33</sup>, tuleb hinnatud funktsiooniga läbi viia simulatsioonid (tulemusi vt tabel 3).

Elastsused ning multiplikaatorid on jagatud kahte rühma sõltuvalt nende mõju ajalisest avaldumisest. Pikaajalised elastsused ja multiplikaatorid tähistavad seletava muutuja kasvamisest ilmnenu löplikku mõju üle mitme perioodi ning kohesed elastsused ja multiplikaatorid kajastavad vastavalt muutuja mõju säästmiskalduvusele kohe esimesel vaatlusperioodil. Kuna intressimäär ning erasektori laenujääk on mõlemad hinnatud funktsioonis üheperioodilise viiteajaga, siis nende kohesed mõjud säästmiskalduvusele ka puuduvad. Muu pikaajaline kohandumine tuleneb veaparandusmudeli kasutamisest.

**Tabel 3. Keskmise säästmiskalduvuse elastsused ja multiplikaatorid**

<b>Elastsused</b>	ID_AV	THI_4q-1	RSKP_4q-1	laen_j_era
Pikaajalised elastsused	0,348998	-0,169625	0,174143	-0,137211
Kohesed elastsused	0,000000	-0,410383	0,146320	0,000000
<b>Multiplikaatorid</b>	ID_AV	THI_4q	RSKP_4q	laen_j_era
Summaarsed multiplikaatorid	0,888378	-0,262193	0,540135	-0,024201
Kohesed multiplikaatorid	0,000000	-0,578709	0,417315	0,000000

Elastsuste ja multiplikaatorite põhjal võib järeldada, et kõige tugevamini säästmiskalduvust mõjutav tegur on tähtajaliste hoiuste keskmine intressimäär. Hinnatud funktsiooni järgi toob ühe protsendipunktiline intressimäär tõus kaasa 0,89 protsendipunktilise säästmiskalduvuse tõusu. Intressimääradele järgnevad olulisuselt majanduse reaalkasv ning inflatsioon ja viimasena kõige väiksema kvantifitseeritud mõjuga laenujäägi suhe SKPsse.

Kokkuvõtteks võib öelda et hoolimata kasutada olevate majandusnäitajate nappusest ja aegridade lühidusest kujunes säästukalduvuse empiiriline hindamine suhteliselt edukaks. Saadud seoseid saab pidada statistiliselt põhjendatuks ning suhteliselt tugevateks.

#### **4. Säästmine ja investeeringud**

Investeeringute ja säästmise vahelise seose uurimine on oluline eeskätt seetõttu, et see võib aidada selgitada ka säästmise ja majanduskasvu vahelise seose tugevust.

Traditsiooniliste makromajanduslike teooriate kohaselt sõltub säästmine eeskätt eraisikute sissetulekust ja jõukusest, investeeringute maht aga investeerimisprojektide üldisest riskitasemest ja tulukusest. Kuna säästmine ja investeeringud sõltuvad erinevatest teguritest, võib ka nende suurus teineteisest erineda.

Kodumaise säästmise ja investeeringute mahu erinevus on võimalik tänu väliskapitali voogudele. Näiteks ei pea kodumaised majandusagendid kasutama kodumaist säästu mitte

<sup>33</sup> Elastsus näitab seletava muutuja üheprotsendilise kasvu mõju seletatavale muutujale protsentides ning multiplikaator vastavalt ühe ühikulise seletava muutuja suurenemise mõju ühikutes.

siseriiklike investeeringute rahastamiseks, vaid võivad need ressursid investeerida välismaale. Juhul, kui kapitali liikumine maailmamajanduses oleks täiesti vaba, paigutaksid investorid oma vahendid sellesse riiki, kus riskiga kaalutud oodatav tulumäär on kõige kõrgem. Sel juhul ei suurendaks kodumaise säästmise kasv mitte niivõrd kodumaiste investeeringute mahtu, kuivõrd mõjutab jooksevkonto saldot. Arvestades kapitali rahvusvahelist liikumist takistanud piirangute vähenemist viimastel aastakümnetel ja eeldades selle tendentsi jätkumist tulevikus, muutub taoline arenguvariant üha tõenäolisemaks.

Feldstein ja Horioka (1980)<sup>34</sup> väidavad oma uurimuses vastupidist. Nende järgi on kodumaised investeeringud arenenud tööstusriikides olnud tugevas korrelatsioonis kodumaiste säästude mahuga. Hiljem on sarnast, kuid väiksemat kodumaiste investeeringute ja säästude vastastikust seost täheldatud ka mõningates arenguriikides.

Need uurimused on majandusteoreetilises kirjanduses tekitanud aktiivse mõttevahetuse teemal: kas investeeringute ja kodumaise säästmise tugev vastastikune seos on tingitud kapitali vaba liikumist takistavatest piirangutest erinevate riikide vahel või mitte?

Feldsteini ja tema kaastöötajate arvates on investeeringute ja kodumaise säästmise tugev vastastikune seos tingitud just sellest. Kuigi need tegurid on eeldatavasti suhteliselt väikese mõjujõuga, soovivad investorid hoida oma vahendeid kodumaal, kuna soovivad vältida rahvusvaheliste investeeringutega kaasnevat valuuta- ja poliitilist riski. Seda seisukohta toetavad ka viimasel ajal tehtud uurimused, mis käsitlevad investorite varade portfelli rahvusvahelist jaotust. Need osundavad sellele, et investorite varade portfelli struktuuris on ebaproportsionaalselt suure osakaaluga kodumaised aktivad. Järelikult paigutatakse kodumaine sääst valdavalt kodumaistesse varadesse ja selle tulemusena suurenevad kodumaised investeeringud.

Teistes selleteemalistes uurimustes on kodumaise säästmise ja investeerimise tihedat omavahelist seost püütud selgitada kapitali vähese siseriikliku mobiilsusega. Intuitiivselt seonduv see seisukoht eeskätt asjaoluga, et ettevõtlussektori investeeringud on seotud nende ettevõtete kasumlikkusega. Et arenenud tööstusriikides on ettevõtete omavahendid ettevõtlussektori investeeringute peamine allikas, võibki nendes maades täheldatav ettevõtete jaotamata kasumi ja ettevõtlussektori investeeringute tugev vastastikune seos selgitada kodumaise säästmise ja investeeringute tugevat korrelatsiooni. Seejuures tuleb aga eeldada, et muutused ettevõtlussektori kasumlikkuses (ehk säästmises) ei avalda olulist mõju eraisikute säästmiskäitumisele. Eeldatavasti kajastab tees ettevõtlussektori kasumlikkuse ja investeeringute vahelisest tugevast seosest suhteliselt tõeselt olukorda arenguriikides ja siirdemajandusega maades, kus kapitaliturud on suhteliselt vähearenenud ning laenamised on raskendatud isegi suurte ja keskmise suurusega ettevõtetel. Seda aktuaalsemad on likviidsuspiirangud eraisikute ja väikeettevõtete puhul.

Lisaks eelkirjeldatud seisukohtadele on Summers (1988) leidnud, et kodumaise säästmise ja investeeringute tugev korrelatsioon võib olla tingitud teguritest, mis piiravad suuri jooksevkonto puudujääke, peamiselt riikide jooksevkonto defitsiidi vähendamisele suunatud sammudest ning rahvusvaheliste kapitaliturgude poolt kõrge välisvõlgnevusega riikidele seatud välisfinantseerimise piirangutest. Nii näiteks võib säästmise ja

<sup>34</sup> Selles uurimistöös esitatud empiirilisi seoseid hinnati uuesti 1991. a Feldsteini ja Baccheta poolt. Töö lõppjärelendus oli sama mis 1980. a uurimistööl.

investeeringute peaaegu üks-ühest omavahelist seost aastatel 1982-1989 paljudes arengumaades selgitada nende isoleeritusega rahvusvahelistest finantsturgudest

Lühidalt: kodumaise säästu ja -investeeringute tugev korrelatsioon on nii arenenud kui ka arenguriikides tingitud nii sisemaistest kui ka rahvusvahelistest takistustest kapitali liikumisele ning jooksevkonto tasakaalustamisele suunatud majanduspoliitilistest meetmetest.

Eestis on kodumaiste investeeringute ja säästmise omavahelise korrelatsiooni hindamine keeruline. Eeskätt seetõttu, et enam-vähem usaldusväärsed andmed investeeringute ja säästmise kohta on kättesaadavad alles alates 1993. aastast. Seetõttu ei ole täna võimalik hinnata nende kahe näitaja pikaajalist seost. Samas osundavad aga viimase viie ja poole aasta investeeringute ja säästmise andmed kodumaise säästu ja -investeeringute suhteliselt nõrgale omavahelisele seosele<sup>35</sup>.

Kodumaiste investeeringute ja säästmise omavahelise madala korrelatsiooni üks peamine põhjus võib Eestis olla atraktiivsete investeerimisvõimaluste rohkus, mille tulemusena on alates 1993. aastast toimunud väliskapitali intensiivne sissevool.<sup>36</sup> Seejuures on seda raha kasutatud peamiselt sisemaisteks investeeringuteks. Välismaiste säästude suurele osatähtsusele on Eestis eeldatavasti kaasa aidanud nii kapitalikonto tehingute liberaliseeritus, investeerimisvõimaluste kõrge oodatav tulusus, madal sisemaine säästumäär kui ka tugev investeeringunõudlus. Sisemaiste investeeringute ja säästmise madalat omavahelist korrelatsiooni aastatel 1993-1998 aitab selgitada ka asjaolu, et kuni 1997. aasta lõpuni ei rakendatud jooksevkonto puudujäägi vähendamisele suunatud majanduspoliitilisi meetmeid.<sup>37</sup>

## 5. Säästmine ja majanduskasv

Vaatamata sellele, et säästmise taseme täpse hindamisega on seotud hulgaliselt statistilisi probleeme, osundavad erinevates riikides avaldatud andmed säästmise ja majanduskasvu pikaajaliste trendide kohta sellele, et kiire majanduskasvuga kaasneb enamasti ka säästmise kõrge tase.

Viimase 35 aasta jooksul on säästmistasemetete vahe arenguriikide erinevate gruppide vahel märkimisväärselt suurenenud ja liikunud ka erisuunaliselt. Kui 1960. aastal moodustas kodumaine säästmine Ida-Aasia riikides 14% SKPst, siis 1993. aastal küündis juba 35 protsendini. Ladina-Ameerika riikides oli kodumaise säästmise tase samal ajal suhteliselt stabiilne, 15 kuni 20% SKPst. Seevastu Aafrika riikides (va LAV ja Põhja-Aafrika riigid) langes kodumaine säästmismäär 12 protsendilt SKPst 1960. aastal 6 protsendini SKPst 1993. aastal. Seejuures ilmneb nende regioonide majanduskasvu lähemal vaatlusel ka vastastikune seos vaadeldavate riigigruppide kodumaise säästmismäära ja majanduskasvu vahel. Nii näiteks ulatus keskmine majanduskasv ühe elaniku kohta Ida-Aasia riikides

<sup>35</sup> Ajavahemikul 1993-1998 I pa oli kodumaise säästu (% SKPst) ja kodumaiste investeeringute (% SKPst) omavaheline korrelatsioon 0,43.

<sup>36</sup> Väliskapitali sissevoolu on toetanud ka Eestile kui siirdemajandusele iseloomulik alakapitaliseeritus, mille tulemusena nõudlus väliskapitali järele on käsitletaval perioodil olnud suhteliselt kõrge tasemel.

<sup>37</sup> 1997. aasta teisel poolel loodud Stabilsatsioonireservi ja kommertspankade kohustusliku reservi määra suurendamisele suunatud sammude üheks eesmärgiks oli ka jooksevkonto puudujäägi vähendamine.



viimase 20 aasta jooksul 5 %ni, Ladina-Ameerika ja Aafrika riikides aga vaid vastavalt 1 ja 0,5 protsendini (Serven, Solimano ja Schmidt-Hebbel, 1996).

Hoolimata sellest, et statistika kinnitab empiirilisel majanduskasvu ja säästmise tugevat omavahelist korrelatsiooni<sup>38</sup>, on lahtiseks jäänud küsimus: milline on nende kahe näitaja vaheline põhjuslik seos.

Lühiajalises plaanis võib seda seost käsitleda püsiva sissetuleku teooria raames, mille kohaselt eratarbimine sõltub eeskätt majapidamiste ootustest tulevaste perioodide sissetulekute taseme suhtes ja ajutised muutused jooksva perioodi sissetulekutes ei mõjuta oluliselt eratarbimise taset. Nii näiteks peaks sissetuleku ajutise suuremisega/vähennemisega kaasnema eraisikute säästmise tõus/alanemine. Andmed tööstusriikide majandusagentide säästmiskäitumise kohta osundavad aga sellele, et säästmine reageerib ajutistele muutustele eraisikute sissetulekutes selgelt vähemal määral kui püsiva sissetuleku teooria kohaselt võiks eeldada.

Pikaajalist seost majanduskasvu ja säästmise vahel võib vaadelda püsiva sissetuleku ja elutsükli tarbimisteooriate raames. Juhul, kui püsiva sissetuleku tarbimisteooria raames eeldada, et tarbijad elavad igavesti, põhjustab majanduskasv (või selle kiirenemine) majapidamiste keskmise säästmiskalduvuse alanemise. Majapidamiste keskmise säästmiskalduvuse vähenemine tuleneb siis sellest, et eraisikud suurendavad oma hetketarbimist, uskudes oma sissetulekuid majanduskasvu tulemusena tulevastel perioodidel kasvavat.

Sellel järeldusel majanduskasvu ja säästmise pikemaajalise seose kohta ei ole aga veenvat empiirilist kinnitust. Enamikes erinevate riikide majanduskasvu ja nende maade keskmise säästmiskalduvuse vahelisi pikemaajalisi seoseid käsitlevates uurimustes on jõutud järeldusele, et majanduskasvu ja säästmise vahel on samasuunaline omavaheline seos. Siiski on näiteks Carroll ja Weil (1994) juhtinud tähelepanu sellele, et eeskätt tuleneb selline järeldus Jaapani ja Kagu-Aasia riikide majanduskasvu ja säästmistaseme vahelistest seostest.

Teatud eeldustel võib elutsükli tarbimisteooria abil jõuda ka tulemuseni, et majanduskasv või selle kiirenemine tingib eraisikute keskmise säästmiskalduvuse suurenemise. Sel juhul tuleb eeldada, et majanduskasvu tulemusena ei kasva mitte kõikide eraisikute tulud, vaid ainult elanike teatud kihi sissetulekud. Näiteks kui eeldada, et majanduskasvu tulemusena kasvavad üksnes majanduslikult aktiivsete elanike sissetulekud (teiste elanikegruppide tulud jäävad endisele tasemele), on loogiline oodata ka keskmise säästmiskalduvuse tõusu.<sup>39</sup> Mitmetes majanduskasvu ja säästmist käsitlevates empiirilistes töodes (nt Carroll ja Weil (1994)) ongi jõutud järeldusele, et majanduskasv tingib säästmist ja mitte vastupidi, kuid neil uurimustel puudub veenev teoreetiline põhjendus.

Samas osundavad paljud uurimused<sup>40</sup> sellele, et säästmise ja majanduskasvu vahelist vastastikust seost ei saa selgitada elutsükli tarbimisteooria abil ning et majanduskasvu ja

<sup>38</sup> Vt näiteks IMF (1995).

<sup>39</sup> Teatavasti eeldati elutsükli tarbimisteooria kohaselt, et majanduslikult aktiivsete elanike grupp tervikuna säästab ning teiste elanikegruppide jooksvad väljaminekud ületavad nende jooksvaid tulusid.

<sup>40</sup> Vt näiteks Bosworth, Burtless ja Sabelhaus (1991) vastavasisulist tööd Ameerika Ühendriikide, Blundell ja Banks (1992) tööd Suurbritannia, Carroll ja Summers (1991) tööd tööstusriikide ja Deaton (1989) tööd arenguriikide kohta.

säästmise vaheline põhjuslik seos on suunatud säästmiselt majanduskasvule. Seda väidet tõestatakse toimeahelaga: säästmine suurendab investeeringute mahtu ning investeeringud omakorda on majanduskasvu üks olulisem mõjur. Siinkohal tuleb aga kohe rõhutada, et selline arutluskäik kehtib ainult kahe kitsendava eelduse korral: säästmise ja investeeringute vaheline seos peab olema tugev ning investeeringud peavad tõesti olema majanduskasvu üheks olulisemaks mõjutajaks.

Selle töö neljandas peatükis näitasime, et enamikus maades on pikema perioodi jooksul täheldatud investeeringute ja säästmise tugevat samasuunalist seost. Samuti on mitmes uuemas majanduskasvu käsitlevas uurimuses (nt Mankiw, Romer ja Weil (1992)) jõutud järeldusele, et investeeringud on üheks olulisemaks majanduskasvu mõjutavaks teguriks. Seega ei saa välistada ülalesitatud võimalust, mille kohaselt majanduskasvu ja säästmise põhjuslik seos on suunatud säästmiselt majanduskasvule. Samas osundavad aga Carroll ja Weil (1994) sellele, et erinevate riikide majanduskasvu ja säästmistaset kajastavate andmete kohaselt eelnevad muutused majanduskasvu määras vastavasuunalistele muutustele keskmises säästmiskalduvuses.

Seega ei ole meil täna selget vastust küsimusele: milline on majanduskasvu ja säästmise vaheline põhjuslik seos? Uurimuste järeldused viitavad sellele, et see seos võib eksisteerida, kuid veenvat tõestust ei ole. Rahvusvaheline Valuutafond (1995) on viidanud sellele, et majanduskasvu ja säästmise vahel võib olla tegemist teineteist mõjutavate seoste ringiga, kus majanduskasvu kiirenemine tingib keskmise säästmiskalduvuse suurenemise, säästmistaseme tõus ergutab aga omakorda majanduskasvu. Seejuures on IMF juhtinud tähelepanu võimalusele, et eelpool esitatud väite kehtimise korral võib arenguriigis majanduskasv kiirenda ka ilma kodumaise säästmistaseme olulise tõusuta.<sup>41</sup>

Johtuvalt sellest, et Eestis on enam-vähem usaldusväärsed andmed kodumaise säästmise kohta kättesaadavad üksnes alates 1993. aastast, on hinnangud Eesti majanduskasvu ja kodumaise säästmise vahelise seose kohta ligikaudsed. Käesoleva töö kolmandas peatükis esitatud empiirilise hinnangu kohaselt on majanduskasv olnud senini oluliseks säästmise teguriks – majanduskasvu kiirenemisega on kaasnenud keskmise säästmiskalduvuse tõus ja vastupidi.

## **6. Säästmise majanduspoliitilised aspektid**

Kui nõustuda väitega, et kõrge kodumaine säästmismäär on üks oluline kiiret ja jätkusuutlikku majanduskasvu toetav tegur, tuleb vastata küsimusele: kuidas on võimalik suurendada kodumaist säästmismäära? Järgnevalt hindamegi kodumaise säästmise suurendamisele suunatud majanduspoliitiliste meetmete efektiivsust.

### **6.1. Fiskaalpoliitika efektiivsus kodumaise säästmise tõstmisel**

Majandusteoreetilises kirjanduses väidetakse, et fiskaalpoliitika efektiivsus kodumaise säästmismäära tõstmisel sõltub riigis elavate erinevate põlvkondade vahelistest seostest. Kui eeldada, et põlvkondade vahelised seosed on võrdlemisi nõrgad (eraisikud säästavad põhiliselt oma pensionieaks ja oma vara pärandamise soovist tingitud säästmine on

<sup>41</sup> Majanduskasvu esialgne kiirenemine võib olla näiteks tingitud välismaiste otseinvesteeringutega kaasnevat tootmis- ja ärijuhtimisealaste teadmiste siirdest.

ebaoluline), on fiskaalpoliitika kodumaise säästmise suurendamise efektiivne vahend. Kui põlvkondade vahelised seosed on tugevad, kohandavad praegused põlvkonnad oma säästmistaset vastavalt sellele, milliseks kujuneb järgnevate põlvkondade maksutase.

Näitlikult tähendab see seda, et avaliku sektori säästmise alanemise korral (valitsus alandab näiteks makse ja suurendab oma jooksvaid väljaminekuid) suureneb praegu maksustavate põlvkondade säästutase. Seega võivad muutused avaliku sektori säästmismääras tingida vastassuunalisi ning võrdseid muutusi erasektori säästmises. Majapidamiste tarbimisotsused (ja säästutase) ei sõltu seetõttu viisist, kuidas valitsussektori kulutusi finantseeritakse (kas maksude või laenatavate vahendite arvelt). Sisuliselt tähendab kõnealune variant nn. Ricardo samasuse<sup>42</sup> kehtimist.

Empiirilised uurimused osutavad üsna selgelt sellele, et Ricardo samasus ei kehti ei arenenud tööstusriikides ega ka arengumaades. Samas osundavad Corbo ja Schmidt-Hebbeli (1991) ning Easterly, Rodriguezi ning Schmidt-Hebbeli (1994) tööd sellele, et avaliku sektori säästmismäärade suurenemise/alanemisega kaasneb erasektori säästmistaseme mõningane vähenemine/suurenemine. Seejuures ei ole see seos aga üks-ühene nagu Ricardo samasuse puhul. Asjaolu, et Ricardo samasus ei kehti, võib lisaks põlvkondadevahelistele nõrkadele seostele olla tingitud ka eraisikute likviidsuspiirangutest, tarbijate lühinägelikust käitumisest ning ettevaatusest motiveeritud säästmisest.

Väheste seda valdkonda käsitlevate empiiriliste tööde (nt eelmises lõigus esitatud uurimuste) kohaselt kaasneb avaliku sektori üheühikulise säästmise tõusuga erasektori säästmise alanemine poole ühiku võrra. Siinkohal tuleb aga rõhutada, et erinevates riikides on need näitajad suhteliselt erinevad. Kokkuvõtvalt võib siiski väita, et avaliku sektori säästmise suurendamine on üheks efektiivsemaks kodumaise säästmismäärade tõstmise vahendiks.

Kuigi praegu ei ole Eestis võimalik empiiriliselt hinnata Ricardo samasuse kehtivust<sup>43</sup>, võib eeldada, et see Eestis ei kehti. Esiteks toetab seda seisukohta asjaolu, et Eestis mõjutavad eraisikute säästmiskäitumist olulisel määral likviidsuspiirangud. Teiseks peab arvestama seda, et Eesti suguses siirdemajandusriigis võib majandusagentide käitumine olla lühinägelik. Samuti võib Eesti suguses siirdemajandusriigis eraisikute säästmist tugevalt mõjutada ettevaatusest motiveeritud säästmine. Sellest tulenevalt peaks avaliku sektori säästmise suurendamine ka Eestis olema üks efektiivsem kodumaise säästmismäärade tõstmise majanduspoliitiline vahend.

## 6.2. Ettevõtete ja majapidamiste säästmise vastuolulisus siirdemajandusriikides

Enamik säästmiskäitumist selgitada püüdvatest majandusteoreetilistest kontseptsioonidest ei vaatle erasektori säästmist ettevõtete ja eraisikute lõikes eraldi. Kui eeldada, et ettevõtted kuuluvad eraisikutele, ei ole sel ka tähtsust, kas säästab (era)firma või eraisik. Sisuliselt eeldatakse sel juhul seda, et riigi majanduses valitseb kõigil turgudel täielik konkurents. Ent eeldus täiesti vabast konkurentsist kõigil riigi turgudel pole korrektne isegi arenenud turumajandusriikides. Veelgi vähem kehtib ta siirdemajandusriikides. Seetõttu tõstatub

<sup>42</sup> Ricardo samasus tähendab seda, et üheühikuline avaliku sektori säästmise muutus põhjustab üheühikulise erasektori säästmise languse.

<sup>43</sup> Käesoleval hetkel on avaliku sektori säästu võimalik arvutada üksnes aastases lõikes. Ökonomeetriliste meetodite kasutamise eeltingimuseks on käesoleval juhul aga avaliku sektori säästu kvartaalne aegrida.

küsimus: kas ettevõtlussektori kasumlikkuse suurendamisele (eraisikute sissetulekute arvel)<sup>44</sup> suunatud majanduspoliitiliste meetmetega on võimalik suurendada kodumaise säästmise taset?

Siirdemajandusriikide 1990ndate aastate esimese poole majandusareng näitab selgelt, et ettevõtlussektori säästmiskalduvus on nendes maades olnud oluliselt kõrgem kui eraisikute keskmine säästmiskalduvus. Juhul, kui nimetatud arengusuundumus lähiaastatel jätkub, tähendab see seda, et loodud lisandväärtuse e sissetuleku jaotusel ettevõtete ja eraisikute lõikes on kodumaise säästmise tasemele suur mõju.

Enamikus siirdemajandusriikides on põhjalike majandusreformide käivitamisele mitmetel põhjustel järgnenud sissetulekute tugev ümberjaotus ettevõtlussektorist eraisikutele. Näiteks on paljudele üleminekumaadele iseloomuliku palkade ja pensionite indekseerimisega (selline majanduspraktika on eeskätt täheldatav majandusreformide esimesel etapil) kaasnenud ettevõtete kulude (sh ka maksukulude) ennakasv nende tulude suhtes. Iseenesestmõistetavalt on sellise arenguga kaasnenud ettevõtete kasumlikkuse langus, mille tulemusena on alanenud ettevõtlussektori säästmine. Ettevõtete säästmise langust on tinginud ka tootmismahu oluline vähenemine.

Nii on üleminekumajandustes siirdeprotsesside esimesel etapil suurenenud majapidamiste sissetulekute (nt palgad) osakaal sisemajanduse koguproduktist. Kuigi eraisikute keskmine säästmiskalduvus on majandusreformide käivitamiseelse perioodiga võrreldes kasvanud, ei ole see kompenseerinud ettevõtete säästmise alanemist.

Nagu juba öeldud, ei tohiks eraisikutel ja ettevõtetel säästmise seisukohalt teoreetiliselt vahet olla - nende säästmisotsused peaksid olema omavahel täielikult seotud. Eraisikud on siis kas kaudsed või otsesed ettevõtete omanikud (omades siis vastavalt riiklikke või eraettevõtteid). Ideaalses olukorras tähendaks ettevõtete jaotamata kasumi suurenemine nende firmade aktsiate hinnatõusu. Eraisikute jõukuse seisukohalt ei ole seega vahet, kas ettevõtte kasum jaotatakse neile dividendidena välja või suureneb nende omanduses olevate aktsiate väärtus. Sellises olukorras tuleb erasektori (majapidamiste ja ettevõtete) säästmisotsuseid vaadelda ühtsena.

Selleks, et erasektori säästmisotsuseid saaks ühtselt vaadelda, peavad kapitaliturud ja ettevõtete juhtimine olema efektiivsed. Kuid nagu öeldud, on isegi kõige arenenumates turumajandusriikides tegureid, mille tõttu majapidamiste ja ettevõtete säästmisotsuseid ei saa vaadelda täiesti ühtselt. Peamised põhjused, miks seda teha ei saa, on moonutused maksusüsteemis ning piiratud vastutusega ettevõtete pankrotioht. Lisaks on ka arenenud riikides probleeme ettevõtete efektiivse juhtimisega. Nii näiteks ei pruugi ettevõtete tegevjuhid juhendada mitte ettevõtte kasumi maksimeerimise printsüübist, vaid püüavad saavutada oma isiklike eesmärgid. Need probleemid on siirdemajandusriikides aga oluliselt teravamad kui arenenud tööstusriikides. Seetõttu kaasneb siirdemajandusriikides ettevõtete kasumlikkuse langusega ka kodumaise säästmise alanemine.

Eesti suguses siirdemajandusriigis võivad valitsusepoolsed ettevõtlussektori kasumlikkuse tõusule (majapidamiste sissetulekute arvel) suunatud meetmed (vt viide 43) osutada üheks võimalikuks kodumaise säästmise suurendamise vahendiks. Samas tuleb aga arvestada

---

<sup>44</sup> Praktikas on see lühiajalises plaanis teostatav maksupoliitiliste sammudega (nt eraisikute tulumaksu määra suurendamine ja ettevõtete tulumaksu alandamine).

asjaolu, et selliste majanduspoliitiliste meetmete kasutamist takistab oluliselt nende ebapopulaarsus. Samuti ei pruugi taoliste majanduspoliitiliste abinõude mõju olla pikaajaline. Enamikul juhtudel peaks ettevõtete ja eraisikute sissetulekute jaotus olema pikal perioodil määratud töö- ja kapitalimahukuse suhtega. Ettevõtte kasumlikkuse suurendamisele suunatud majanduspoliitiliste meetmete võtmisele järgneva kohandumisperiodi pikkus sõltub eeskätt hinna- ja palgakujunduse paindlikkusest. Mida paindlikum on hinna- ja palgakujundus, seda lühem on kohandusmisperiood. Et Eestis on hinna- ja palgakujundus suhteliselt paindlikud, peaksid taolised majanduspoliitilised sammud olema Eestis lühiajalise mõjuga.

### **6.3. Finantssektori reformi mõju säästmistasemele**

#### **6.3.1. Reaalse intressimäära mõju säästmisele**

Majandustemaatilistes kirjutistes võib tihti kohata esmapilgul loogilisena tunduvat väidet, mille kohaselt reaalse intressimäära tõusuga kaasneb eraisikute säästmise suurenemine. See seisukoht on paljudes riikides oluliselt mõjutanud ka valitsuse majanduspoliitilisi otsuseid. Nii näiteks oli 1998. aasta kevadel Eesti Riigikogu poolt vastu võetud hoiustelt makstavate intressitulude tulumaksust vabastamise seadusparanduse üheks eesmärgiks kodumaise säästmise soodustamine. Samas on aga enamikus vastavat temaatikat käsitlevates empiirilistes uurimustes jõutud järeldusele, et reaalse intressimäära muutus ei mõjuta märkimisväärselt erasektori säästmist (Corbo ja Shmidt-Hebbel (1991), Deaton (1992)).

Reaalse intressimäära ja erasektori säästmise vahelise samasuunalise ja olulise seose puudumist põhjendatakse peamiselt sellega, et reaalse intressimäära tõusmisega kaasneb sissetulekuefekt vähendab olulisel määral intressimäära tõusuga kaasnevat asendusefekti.

Siinse töö kolmandas peatükis esitatud Eesti majandussektorite säästmiskalduvuse empiiriline hinnang osundab aga sellele, et Eestis on see samasuunaline side olemas - tähtajaliste pangahoiuste nominaalse intressimäära tõus on senini kodumaist säästmist suurendanud. Eeldatavasti ületab intressimäära tõusuga kaasnev asendusefekt Eestis sissetulekuefekti. Seejuures võib intressitaseme tõusuga kaasnevat vähese mõjuga sissetulekuefekti osaliselt seletada sellega, et vaatlusalusel perioodil (s.o 1993-1998. a) olid erasektori pangahoiused suhteliselt tagasihoidlikud – tähtajaliste hoiuste maht küündis üksnes ca 1 kuni 6,5 protsendini SKPst ja nõudmiseni hoiuste oma ca 9,5 kuni 14 protsendini SKPst.

#### **6.3.2. Kapitali- ja rahaturgude reformi mõju kodumaise säästmise tasemele**

Finantssektori reformid võivad erasektori säästmist mõjutada mitmel erineval viisil. Esiteks võib finantssektori liberaliseerimine tõsta finantsvahenduse efektiivsust, mille tulemusena suureneb majanduskasv ning erasektori säästmine. Teiseks võib finantssektori liberaliseerimisele järgnev finantsinstitutsioonide arvu suurenemine, kasutusel olevate finantsinstrumentide ringi laienemine ning finantssektori regulatsiooni ja järelevalve tõhustumine tingida finantssüvenemisega (*“financial deepening”*) kaasneva nn finantssäästude olemi tõusu. Kuigi põhimõtteliselt võib see tähendada ainult erasektori varade portfelli struktuuri muutust (seega jääb kodumaine säästmine varasema perioodi tasemele), on Maailmapank (1993) seisukohal, et finantssüvenemine on Ida-Aasia riikides olnud üheks peamiseks majapidamiste säästmiskalduvuse tõusu põhjuseks. Kolmandaks

võib finantssektori liberaliseerimisega kaasnev tarbimislaienude mahu kiire kasv põhjustada eraisikute säästmise alanemist.

Finantssüvenemise ja erasektori säästmise vahelist seost hindavates uurimustes on näiteks Corbo ja Shmidt-Hebbel (1991) ning Shmidt-Hebbel, Webb ning Corsetti (1992) jõudnud järeldusele, et finantssüvenemisega on arengumaades enamasti kaasnenud erasektori säästmise alanemine. Siiski tuleb rõhutada, et majandusteoreetilises kirjanduses on sellel teemal avaldatud võrdlemisi vastakaid seisukohti. Eeldatavasti põhjustas finantssüvenemisega kaasnenud eraisikute likviidsuspiirangute vähenemine vähemalt 1997. aastal majapidamiste säästmise teatava languse.

## **Kokkuvõte**

Käesolev töö on esimene katse hinnata Eesti majandussektorite säästmiskäitumist mõjutavaid tegureid. Tänu sellele, et andmed kodumaise säästmise kohta on lünklikud ja mitte eriti usaldusväärsed, ei pruugi ka siin esitatud järeldused väga täpselt tegelikkuda olukorda kajastada. Nendest probleemidest hoolimata on säästutemaatika uurimine aga oluline, kuna üldjuhul peetakse kõrget säästmise taset üheks tähtsaks kiire ja jätkusuutliku majanduskasvu teguriks.

Tarbimist ja säästmist käsitlevate peamiste majandusteoreetiliste kontseptsioonide s.o elutsükli ja püsiva sissetuleku teooriate raames peaksid siirdemajandusprotsessid majapidamiste säästmist mõjutama kolmel viisil: üleminekumajandustes toimuvad struktuursed ja institutsionaalsed muudatused suurendavad majapidamiste ootusi tulevikus teenitava sissetuleku suhtes (vastav suundumus peaks keskmist säästmiskalduvust vähendama); eraisikute säästmist mõjutavad oluliselt majapidamiste ootused sotsiaalkindlustussüsteemi edasise arengu suhtes. Siirdeprotsesside käigus on sotsiaalne turvalisus 90ndatel aastatel võrreldes eelmise kümnendiga üldjuhul alanenud ja see soodustab ettevaatusest motiveeritud säästmist; siirdemajandusriikidele iseloomulikud eraisikute likviidsuspiirangud muudavad eratarbimise väga sõltuvaks muutustest majapidamiste jooksvates sissetulekutes.

Aastatel 1994-1998 iseloomustas Eesti majandust madal kodumaine säästmismäär – ca 16-20% SKPst. Avaliku sektori säästmist, mis moodustas ca 3,5 kuni 6 protsenti SKPst, mõjutas eeskätt valitsussektori eelarveline seis – aastatel, mil avaliku sektori tulud ületasid tema kulusid, oli avaliku sektori säästmine suhteliselt kõrgel tasemel. Ja vastupidi. Erasektori säästmist mõjutasid omakorda ettevõtete kasumlikkuse tase, majandusagentide ootused majandusarengu suhtes ja eraisikute likviidsuspiirangud.

Kodumaist säästmiskalduvust hindasime veaparandusmudeli abil. Saadud tulemused osutavad sellele, et perioodil 1995-1998. a III kvartal on Eesti kodumaine säästmine muutunud samasuunaliselt tähtajaliste pangahoiuste intresside ja sisemajanduse koguprodukti reaalkasvuga ning vastasuunaliselt inflatsiooni ja SKPse suhestatud erasektori laenujäägiga. Seejuures on veaparandusmudeli abil hinnatud majandusseosed statistiliselt olulised.

Aastail 1993-1998 oli kodumaise säästmise ja -investeeringute omavaheline korrelatsioon suhteliselt madal. Kodumaiste investeeringute ja -säästmise omavahelise madala

korrelatsiooni põhjusteks võib pidada: rohkete atraktiivsete investeerimisvõimaluste olemasolu Eestis, mille tulemusena on alates 1993. aastast toimunud väliskapitali intensiivne sissevool ja asjaolu, et kuni 1997. aasta lõpuni ei rakendatud jooksevkonto defitsiidi vähendamisele suunatud majanduspoliitilisi meetmeid.

Lähtudes eeldusest, et investeeringute suurus on üks olulisim majanduskasvu mõjutav tegur, osundavad 1993.-1998. aasta andmed sellele, et majanduskasv saavutati sellel perioodil kodumaise säästmismäära tõusuta.

Käsitletaval perioodil mõjutas majanduskasv erinevate majandussektorite säästmist erinevalt – majanduskasvu kiirenemine toetas avaliku sektori ja pärssis eraisikute säästmist. Samas osundab aga Eesti majandussektorite säästmise empiiriline hinnang sellele, et tervikuna avaldab majanduskasv kodumaisele säästmisel siiski positiivset mõju.

Avaliku sektori säästmise suurendamist võib Eestis lugeda üheks efektiivsemaks kodumaise säästmismäära tõstmisele suunatud majanduspoliitiliseks sammuks. Eeskätt toetab seda seisukohta asjaolu, et Eestis mõjutavad eraisikute säästmiskäitumist oluliselt likviidsuspiirangud. Kuivõrd käesolevas töös esitatud empiirilise hinnangu kohaselt sõltub säästmine Eestis intressitasemest, võivad ka intressitulusid puudutavad (suurendavad) maksuvabastused toetada säästmise suurenemist.

## Lisad

**Lisa 1. Kodumaine säästmine institutsionaalsete majandussektorite lõikes 1994-1998**

	Majandus- kasv (%)	Investee- ringud kokku	Kodumaine säästmine kokku	Avaliku sektori investee- ringud	Erasektori investee- ringud	Avaliku sektori säästmine	Erasektori <sup>1</sup> säästmine	Eraisikute säästmine	Ettevõtete säästmine
1994	-2,0	27,5%	16,4%	4,1%	23,4%	5,4%	11,0%	4,5 - 5 %	6 - 6,5 %
1995	4,3	26,5%	18,4%	4,2%	22,3%	3,4%	15,0%	5,5 - 6 %	9 - 9,5 %
1996	3,9	27,4%	16,0%	4,9%	22,5%	3,4%	12,6%	4 - 4,5 %	8 - 8,5 %
1997	10,6	29,5%	18,2%	3,8%	25,7%	5,9%	12,3%	3 - 3,5 %	9 - 9,5 %
1998	4,0	29,3%	19,7%	4,0%	25,3%	3,7%	16,0%	4%	12%

<sup>1</sup> Erasektori all on arvestatud ka riigiettevõtted

**Lisa 2. Aegriidade statsionaarsustestid**

	Tase			Esimene diferents		
	märkus**	tulemus	viitaeg	märkus**	tulemus	viitaeg
ln ID_AV	-	-	-	n	1%	2
ln laen_j_era	-	-	-	n	1%	0
ln RSKP_4Q	-	-	-	n	1%	0
ln RW_4Q	c	1%	0	-	-	-
ln s*	-	-	-	n	1%	0
ln THI_4Q	-	-	-	n	10%	0
ln ttf*	c;t	10%	0	n	1%	0
ln w*	-	-	-	n	1%	0
EKI_KINDLUS	c	5%	1	-	-	-
EKI_PERE_H	c	10%	1	-	-	-
EKI_PERE_P	c	5%	1	-	-	-
EKI_RIIK_H	c	10%	1	-	-	-
EKI_RIIK_P	c	5%	1	-	-	-
EKI_SÄÄST_H	c	10%	3	-	-	-
EKI_SÄÄST_P	c	5%	1	-	-	-

\*\* nii testides kui hinnangutes kasutatakse sesoonselt tasandatud suurusi

\* c-konstant; t-trend; n-ilma



## Kasutatud kirjandus:

1. Banerjee, A., Dolado, J. J., Galbraith, J. W., Hendry, D. F. (1993) Co-integration, errorcorrection and the econometric analysis of non-stationary data (Advanced texts in econometrics) New York: Oxford University Press 310 lk
2. Banks, James ja Richard Blundell. 1994. "Household Saving Behaviour in the United Kingdom" in International Comparisons of Household Saving, Chicago University Press for the National Bureau of Economic Research, 169-205 lk
3. Bosworth, Barry, Gary Burtless ja John Sabelhaus. 1991. "The Decline in Saving: Some Microeconomic Evidence." *Brooking Papers of Economic Activity*. 183-241 lk
4. Carroll, Christopher D. ja David N. Weil 1994. "Saving and Growth. A Reinterpretation." *Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy* 40 (June): 133-92 lk
5. Corbo, Vittorio ja Klaus Schmidt-Hebbel. 1991. "Public Policies and Saving in Developing Countries." *Journal of Development Economics* 36. 89-115 lk
6. Davidson, R., MacKinnon, J. G. (1993) Estimation and inference in econometrics. New York: Oxford University Press 683 lk
7. Deaton, Angus. 1989. "Saving in Developing Countries: Theory and Review." In *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*. Washington, D. C.: World Bank.
8. Deaton, Angus. 1992. "Understanding Consumption." New York: Oxford University Press. 289 lk
9. Easterly, William R. ja Stanley Fischer. 1994. "The Soviet Economic Decline: Historical and Republican Data." *Policy Research Paper* 1284. World Bank, Washington D. C. 48 lk.
10. EBRD. 1996. "Transition Report." London: Royle Printed Limited. 209 lk
11. EKI (1999), *Konjunktuur* nr 3 (130)
12. Engle, F. R., Granger, C. W. J. (1987) Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing *Econometrica* 55: 251-276 lk
13. Feldstein, Martin ja Charles Horioka. 1980. "Domestic Saving and International Capital Flows." *Economic Journal* 90. 314-329 lk
14. Frankel, Jeffrey A. 1992. "Measuring International Capital Mobility: A Review." *American Economic Review* 82. 197-202 lk
15. IMF. May 1995. "World Economic Outlook", Washington, D.C. 195 lk
16. Mankiw, N. Gregory, David Romer ja David N. Neil. 1992. "A Contribution to the Empirics of Economic Growth." *Quarterly Journal of Economics* 107. 407-437 lk
17. Schmidt-Hebbel, Klaus, Luis Servén ja Andrés Solimano. 1996. "Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies." *The World Bank Research Observer* 11. 87-117 lk
18. Summers, Lawrence H. 1988. "Tax Policy and International Competitiveness." Chicago: University of Chicago Press. 315 lk