



Eesti Pank 85

1919 - 2004

FINANTSSTABIILSUSE ÜLEVAADE

November 2004

Eesti Panga Finantsstabiilsuse Ülevaadet (FSÜ) ilmub kaks numbrit aastas. Iga FSÜ numbri puhul on viidatud analüüsi valmimise ajale, mitte perioodile, mida selles on käsitletud. Kasutatud on kõige uuemaid andmeid, mis on ülevaate koostamise ajal olnud kättesaadavad.

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

FSÜ 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

*ISSN 1736-1184
Tegevtoimetaja Kadri Põdra
Kaanekujundus Tiit Jürna
Küljendus Kristiina Krüspan
Trükitud ETPV trükikojas*

SISUKORD

SISUKOKKUVÕTE	5
Makromajanduslik ja väliskeskkond	5
Ettevõtete finantskäitumine ja riskid	5
Majapidamiste finantskäitumine ja riskid	6
Pangasektor	6
Väärtpaberiturg ja muud finantsvahendajad	7
Maksesüsteemid	7
Kokkuvõte ja finantsstabiilsuse riskid	8
I MAAILMAMAJANDUS JA EESTI MAJANDUS	9
Väliskeskkond	9
Üleilmne majandustsükkel	9
Rahvusvahelised finantsturud	10
Eesti majanduskasv ja makroriskid	13
Majanduskasv, välistasakaal ja inflatsioon	13
Ettevõtete majanduslik olukord	15
Kindlustunne	15
Tööstustoodangu müük ja investeeringud	16
Uued ettevõtted ja pankrotid	17
Ettevõtete kasumlikkus	17
Majapidamiste majanduslik olukord	17
Tööturg	17
Kindlustunne ja pere-eelarve uuringud	19
Finantsvahenduse struktuur ja finantssüvenemine	20
II ETTEVÕTETE JA MAJAPIDAMISTE FINANTSKÄITUMINE JA RISKID	22
Ettevõtted	22
Finantspositsioon ja säästmine	22
Ettevõtete võlg	23
Kodumaise finantssektori vahendatud võlg	24
Majapidamised	25
Finantspositsioon ja säästmine	25
Majapidamiste võlg ja laenu teenindamise võime	27
Võlatase ja selle kasv	27
Eluasemelaenud	29
Tarbimislaenud	29
Laenu tingimused	29
Majapidamiste laenu teenindamise võime	31
TAUSTINFO	32
Eluasemena kasutatava kinnisvara ja finantsvarade tootlus	32
Kinnisvara hinnatase ja majanduskasv	34
III PANGASEKTORI STABIILSUS JA RISKID	38
Pangandusturu strateegiline areng	38
Kapitali adekvaatsus	38
Varade kvaliteet	39
Efektiivsus ja kasumlikkus	41
Pankade soolo kasumlikkus	41
Liisingühingute kasumlikkus	43
Konsolideeritud kasumlikkus	44
Likviidsus	45
Pankade rahastamine	45
Likviidsed varad	46
TAUSTINFO	47
Panganduse stabiilsuse hinnang finantstugevuse näitajate kaudu	47

IV RAHA- JA VÄÄRTPABERITURG	51
Rahaturg	51
Võlakirjaturg	53
Aktsiaturg	54
TAUSTINFO	56
Väärtpaberituru infrastruktuurid Eestis Euroopa Liiduga lõimumise taustal	56
V MUUD FINANTSTURUD	58
Investeeringufondid	58
Pensionifondid ja -kindlustus	59
Kindlustusseltsid	61
VI MAKSESÜSTEEMID	63
Pankadevaheliste maksete arveldussüsteem	63
Maksevahendus	64
Maksekeskkond	64
Krediitiasutuste vahendusel teostatavad maksed	66
Pangakaartide kasutamine	67
TAUSTINFO	68
Euroopa Liidu siseste euromaksete teenustasud	68
Otsekorraldused	69

SISUKOKKUVÕTE

■ Makromajanduslik ja väliskeskkond

Kuigi turuosaliselid olid oma riskihinnangutes juba mõnda aega varem arvestanud Eesti kui tulevase ELi liikmesriigiga, oli 1. mai 2004 siiski oluliseks teetähiseks, mis märkis uue ajajärgu algust Eesti majandusruumis. Koos poliitilise integratsiooniga sai uue hoo ja tähenduse ka majandusintegratsiooni süvenemine. **Liitumisega kaasnenud usaldusväärse kasvust** andis tunnistust ka rahaturuintresside marginaalide veelkordne alanemine tasemele, kus keskmine erinevus Eesti ja euroala intressimäärades on alla 30 baaspunkti.

2004. aasta jooksul maailmamajanduses toimunud areng on üldjuhul toetanud Eesti makromajandust ja finantssektorit. Tänu paranenud välisnõudlusele ning püsivalt tugevale sisenõudlusele on **ettevõtete käibenäitajad olnud head ning kasumite kasv eelmiste aastatega võrreldes kiirenenud**. Sellest on võitnud ka majapidamised – tööturu olukord on aeglaselt, kuid kindlalt paranenud, mida märgib tööhõive kasv ja tööpuuduse vähenemine. Positiivset ettevaadet toetavad ka paranenud hinnangud nii ettevõtete kui majapidamiste kindlustundele.

Kuigi aastataguse perioodiga võrreldes on maailmamajanduse koondkasvu peegeldavad näitajad oluliselt paranenud, on Euroopa majandusaktiivsuse taastumine jäänud siiski võrdlemisi tagasihoidlikuks. Selle taustal **ei ole 2005. aasta jooksul euroalal oodata märkimisväärset intressimäära tõusu**.

Väliskeskkonna peamine ebakindluse allikas on Euroopa majanduse kasvukiiruse taastumine. Eesti majanduse seisukohalt saab Euroopa majanduse ootuspärase kasvukiiruse taastudes küsida, kas sinne majandus on piisavalt konkurentsivõimeline, et sellest kasu lõigata. Euroopa majanduse kasvukiiruse oodatust aeglasema taastumise või languse korral aga võib kahtluse alla seada nii mõnegi viimasel ajal tehtud investeeringu tasuvuse.

■ Ettevõtete finantskäitumine ja riskid

Ettevõtete võla kasvutempo, mille kõrghetked jäid 2003. a esimesse poolaastasse, on hakanud aeglustuma. Samalaadsed arengutendentsid on ilmnenud ka enamikus ELi 15 vanemas liikmesriigis, kus alanevad intressimarginaalid on aidanud parandada ettevõtete bilansse ning ühtlasi vähendanud võlakooormust. Eesti ettevõtete puhul on ilmnenud selge trend, kus paranenud laenuitingimused on kaasa toonud kodumaise pangalaenu ja liisingu ennakkasvu välismaise võla ees. Kui kodumaine võlg on viimase poole aasta jooksul kasvanud keskmiselt 25%se kasvutempoga, siis välismaise võla kasv taandus 2004. a keskel 9%ni. Nii kodu- kui välismaise võla kõrval on jõudsalt suurenenud ka välismaised omakapitali vormis tehtud investeeringud (eriti kinnisvara ja ehituse sektoris).

Viimasele kahele aastale iseloomulikult on (kodumaise) laenuportfelli kasv olnud endiselt keskmisest kiirem peamiselt sisenõudlusele orienteeritud harudes (kaubandus, kinnisvara). Samas on alates 2003. a lõpust hakanud kodumaisel turul märgatavalt aktiivsemalt vahendeid kaasama veondus- ja sideseptori ettevõtted, kelle kõrgeid kasvunäitajaid võimendavad statistiliselt üksikute suurte ettevõtete suured laenuprojektid.

Ettevõtete kodumaise võla kiiret kasvu soodustanud **laenuintress** on pankadevahelise konkurentsi tulemusena märkimisväärselt alanenud. Euroopa kontekstis on Eesti ettevõtted valdavalt väikesed või keskmise suurusega, kelle jaoks intressimarginaalid arenenud Euroopa riikides on reeglina kõrgemad. Samas võib pankadevahelise konkurentsi jätkumisel Eesti kitsal turul oodata laenuintresside mõningast alanemist ka edaspidi.

Kommerts-kinnisvara riskide osas on hinnang võrreldes poole aasta taguse perioodiga positiivsem, sest kartused büroopindade vakantsuse hüppelise kasvu osas ei ole praeguse majandusaktiivsuse juures

realiseerunud. Kaubanduspindade arendamine on liikunud suurtelt kaubanduskeskustelt väiksematele pindadele.

■ Majapidamiste finantskäitumine ja riskid

Majapidamiste **finantsvarade ja -kohustuste netopositsioon** on halvenenud jätkuvalt kiirenevas tempos. **Hoiuste** aastakasv, mis on rohkem kui kolme aasta jooksul pidevalt vähenenud, pöördus 2004. aastal väikeseks tõusuks. Viimast arengut ei saa samas põhjendada majapidamiste käitumises toimunud muutustega, pigem viitab see sissetulekute stabiilse kasvu juures puuduvatele alternatiivsetele säästuvõimalustele. Peamiste alternatiivsete säästustruumentidena on viimastel aastatel olnud kõne all eelkõige kas "sukasäär" (vastavalt EMORi uuringule) või kinnisvarainvesteering. Kuigi kinnisvaraturu hinnad on viimastel aastatel võimsalt tõusnud, ei pruugi kinnisvarainvesteering edaspidi siiski finantsinvesteeringust paremat tulumäära (riskiga või teenindamiskuluga kohandatut) pakkuda. Hoiuste kasvukiirust mõjutavad järgnevatel aastatel eelkõige kerkinud laenukohustused, raha kogumine pensionisammastesse ning madal intressitase.

Majapidamiste laenuõudlus on viimase poole aasta jooksul olnud väga tugev. **Eluasemelaenude aastakasvu** tempo püsis 55% lähedal peaaegu kaks aastat, kuid on alates 2004. a maikuust (tänu kerkinud baastasemele) hakanud aeglaselt, kuid kindlalt alanema, jõudes septembri lõpuks alla 50% taseme. Uute eluasemelaenude intressid jätkasid alanemist ka 2004. aastal ning stabiliseerusid septembris 4,2% juures. Erinevus euroala vastava intressitasemega võrreldes on seega aastaga kahanenud ligi kaks korda, olles praeguseks hinnanguliselt 70 kuni 80 baaspunkti võrra kõrgem. **Tarbimislaenude** turul peavad pangad konkureerima kaupluste pakutavate soodsate järelmaksuskeemidega, mistõttu järsku kasvu kiirenemist selles turusegmendis järgnevatel aastatel ei ole oodata.

Kui tugineda pankade viivislaenude statistikale, siis majapidamiste **laenuteenindamises** ei ole seni suuremaid tõrkeid esinenud. Eluasemelaenuportfell paistab silma suhteliselt hea kvaliteediga. Võrreldes aga näiteks Skandinaavia riikidega on meie perede laenukoormus laenuteenindamise mõttes kerkinud siiski juba suhteliselt kõrgele tasemele, mis võib kätkeada endas potentsiaalseid riske nii makromajandusele kui ka finantsstabiilsusele. Kuigi lähiajal ei ole oodata intressitõusu, tuleb pikemas vaates siiski silmas pidada seda, et Eesti majapidamiste intressitundlikkus on suhteliselt kõrge – ligikaudu 98% Eesti eluasemelaenulepinguist on sõlmitud ujuva intressimääraga.

■ Pangasektor

Konkurents pangandusturul on jätkanud tihenemist. Lisaks Läti Pareks Bankale sisenes Eesti pangandusturule Saksa Vereins- und Westbank AG Tallinna filiaal. Kuna kohalikul pangandus- ja liisinguturul teenitavate kasumite kasv on pidurdumas, siis **kasumlikkuse** säilitamiseks on Eesti pangad jätkanud võimaluste otsimist oma tegevuse laiendamiseks naaberriikide turgudele.

Kuigi pangad on suutnud hinnavahe langust ohjata, viitab konkurentsi tihenemine koduturul intressidest ja teenustasudest teenitavate tulude pingestumisele. Intressikulude edasise alandamise võimalused on välisrahastamise hinna languse pidurdumise tõttu ammendumas ja seda hoolimata välisusalduse kasvuga koos toimunud turupõhise ressursi osakaalu suurenemisest. Seega kui hinnavahe langus lähiperspektiivis jätkub, kaasneb sellega pankade kahjumikandmise võimaluste (puhvrite) vähenemine.

Pankade kapitaliseeritus on püsinud jätkuvalt heal tasemel – konsolideerimisgruppide kapitali adekvaatsuse näitajad on pidevalt ületanud 11%. Edasine kiire laenukasv ja intressimarginaalide alanemisest tulenevad raskused kasumlikkuse säilitamisel võivad aga viia pankade kapitalipuhvrid minimaalsele tasemele. Samas on soodsa intressikeskkonna ja sellega kaasneva kiire laenukasvu tingimustes pankade **laenukvaliteedi näitajad** olnud head.

Karmis konkrentsis turuosa eest võitlevad pangad on **finantseerimisportfelli** jõulist kasvu rahastanud turupõhise ressursi ulatuslikuma kaasamise teel, mis tingib kohustuste suurema sõltuvuse välisinvestorite hoiakutest Eesti majanduse arengu suhtes. Selle tasakaalustamiseks on pangad läinud üle paindlikumale likviidsusjuhtimisele, asendades võlakirju likviidsetes varades hoiuste ja pöördrepodega. Teisisõnu kasvatavad need suundumused pangandussektori tundlikkust väliskeskkonnast tulenevale intressi- ja likviidsusriskile, esitades kõrgemaid nõudmisi pankade sisemisele riskijuhtimisele.

■ Väärtpaberiturg ja muud finantsvahendajad

Võlakirjaturu arengut iseloomustavad jätkuvalt tagasihoidlik uute emissioonide maht ja mõõdukad käibed järelturul. Mitteresidentide võlakirjade emissioonide mahu kahanemise taustal on sagenenud võlakirjade emiteerimine kohalike finants- ja erasektori ettevõtete poolt.

Käsilähes teiste kiirelt kasvavate ELi uute liikmesriikide börsidega on jätkunud **aktsiahindade** tõus Tallinna Börsil (2004. a esimese üheksa kuu jooksul 27%). Väärtpaberitega kauplemine oli aktiivsem eelkõige ELiga liitumise eelsetel kuudel; suvise mõõduka kauplemisperioodi järgselt on börs sügiseks taas saavutamas uusi hinna- ja käibekordeid, mille tulemusena on kaubeldavate aktsiate turuväärtus aasta jooksul kasvanud 44%ni SKT¹ suhtes.

Väärtpaberituru edasist arengut mõjutavad jätkuv lõimumine Põhja- ja teiste Baltimaade turgudega ning uute võlakirjade ja aktsiate võimalik noteerimine Tallinna Börsil.

Kooskõlas reaalsektori finantssäästu kahanemisega on jätkunud **investeeringufondide** varade kasvu aeglustumine. Kesk- ja Ida-Euroopa börside kiirest tõusust ja teiste turgude taastumisest tulenenud tootluse kasv on suurendanud huvi aktsiainvesteeringute vastu ja viinud aktsiafondide mahu aasta tagusega võrreldes enam kui kahekordseks. Stabiilse kasvuga **pensionisüsteemi** teise samba fondide maht ületas septembris kahe miljardi kümnise ning 400 000 liitunu piiri. Lisaks pensionisüsteemi teise samba investeeringutele etendavad majapidamiste säästudes üha suuremat rolli vabatahtlikku pensionikindlustusse tehtud sissemaksed, moodustades ligikaudu 11% eraisikute finantssäästudest.

Kindlustusturu positiivne areng tulenes sisenõudluse kasvust, sh aktiveerunud kinnisvaraturust ja edukast automüügist, ning vabatahtliku pensionikindlustuse levikust. Aktiivselt pensionisüsteemi kolmanda samba tooteid müües on elukindlustussektoris oma turuosa kasvanud pankadega seotud kindlustusseltsid.

■ Maksesüsteemid

Süsteemselt olulised maksesüsteemid on järelevaataja hinnangul toimunud vastavalt neile seatud nõuetele ning nende toimimises ei ole täheldatud riske, mis kujutaks ohtu finantsstabiilsusele. Vastavalt eelmises maksesüsteemide järelevaataja hinnangus toodud ettepanekule on Eesti Panga hallatavate arveldussüsteemide ligipääsu reguleerivaid õigusakte täiendatud ja need on muudetud avalikkusele kättesaadavaks.

2004. aastal ei toimunud **maksekeskkonnas** suuri muutusi. Seda ajavahemikku iseloomustavad eelnevatel aastatel väljakujunenud trendid. Eestis tegutsevate krediitiasutuste positsioon eraisikute igapäevaelus on tugevnenud. Pangaklientide rahuldavaks teenindamiseks välja arendatud pangakontorite ja elektroonsete maksekanalite võrk on saavutanud turunõudlust rahuldava taseme. Otsekorralduste populaarsus kasvab, sest selle makseviisi kasutamine on mugav ja lihtne.

¹ Varasemates Finantsstabiilsuse Ülevaadetes on kasutatud terminit "sisemajanduse koguprodukt" (SKP), kuid terminoloogide soovitusi ja viimase aja praktikat arvestades on siin ja edaspidi kasutusel termin "sisemajanduse kogutoodang" (SKT).

Eesti maksekeskkond sarnaneb kasutatavate makseviiside struktuuri osas Põhjamaade omaga. Euroopa Liiduga liitumise hetkest odavnesid makse algatajale eurodes nomineeritud siseriiklike ja ELi siseste välismaksete teenustasud.

■ Kokkuvõte ja finantsstabiilsuse riskid

Üldine hinnang praegusele finantsstabiilsusele on hea, sest majanduskeskkonna paranemine ning head väljavaated majanduskasvuks kindlustavad nii ettevõtetele kui ka majapidamistele piisava võime täita võetud laenukohustusi.

Majapidamiste **laenukasvu tempo** kõrgeim tase jäi 2004. aasta keskpaika ning edasiseks võib prognoosida kasvutempo alanemist. Ühelt poolt tugev kindlustunne ja teiselt poolt pankade agressiivne käitumine laenuturul süstib siiski jätkuvalt optimismi finantskohustuste kaasamiseks.

Kuigi laenukasvutempo alaneb ja praegune majanduskeskkond toetab laenuteenindamist, on kerkinud võlakooormuse juures siiski kohane pöörata tähelepanu **võimalikele riskidele**.

Pikemas perspektiivis aitaks tõsiseid **makromajanduslikke probleeme** vältida laenukasvu vähenemine. Nõudluse vähenemine võib lõõgi alla seada ettevõtete kasvuväljavaated, mis omakorda võib kaasa tuua tööturuolukorra halvenemise ja lõpuks ka laenuklientide makseraskuste suurenemise. Seda enam tuleks reaalsektori finantsotsustes rohkem tähtsustada finantspuhvrite loomist (eelkõige pangahoiused) võimalike tulevaste laenuteenindamise raskuste tasandamiseks.

Teine pikema perspektiivi risk on seotud olukorraga kui pangad kõrge kasumlikkuse säilitamise eesmärgil suunduvad riskantsematesse sektoritesse. Selle tulemusena suureneb oht, et oodatust kehvemas majanduskeskkonnas osutub klientide suurema riskisusega projektide riskipreemia liialt madalaks ning vajalikke kapitalipuhvreid alahinnatakse.

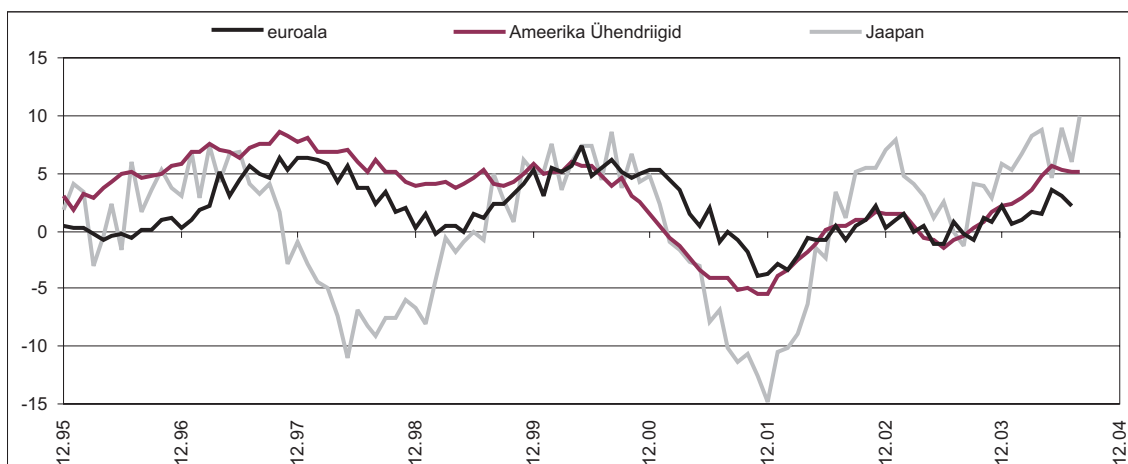
Juhul kui laenude kasvutempo ei aeglustu ning olulisi muudatusi säästmiskäitumises aset ei leia, siis kasvav võlakohustuste maht ning sellega kaasnev suurem koormus selle teenindamisel võib pärssida sisenõudluse kasvu tulevikus ja vähendada seeläbi majanduse kasvupotentsiaali.

I MAAILMAMAJANDUS JA EESTI MAJANDUS

■ Väliskeskkond

Üleilmne majandustsükkel

2003. aastal alanud majandusaktiivsuse tõus jätkus ka 2004. aastal (vt joonis 1.1). I kvartalis oli **SKT aastakasv võrreldes eelmise aasta sama perioodiga** nii USAs kui Jaapanis viimase 15–20 aasta kiireim (vastavalt 5,0% ja 5,9%). Euroala SKT aastakasv jäi sellest tunduvalt madalamaks (1,3%). II kvartalis mõjutas naftahinna kiire tõus ebasoodsalt sisenõudlust USAs ja Jaapanis ning aeglustas sealset majanduskasvu vastavalt 4,8% ja 4,2%ni. Euroalal jätkus samal ajal aeglane majandusaktiivsuse tõus ning II kvartali SKT aastakasvuks kujunes 2,0%. 2004. a teiseks poolaastaks ja järgmiseks aastaks ennustatakse üleilmse majanduskasvu mõningast aeglustumist¹.



Joonis 1.1. Euroala, Ameerika Ühendriikide ja Jaapani tööstustoodangu aastakasv (%)

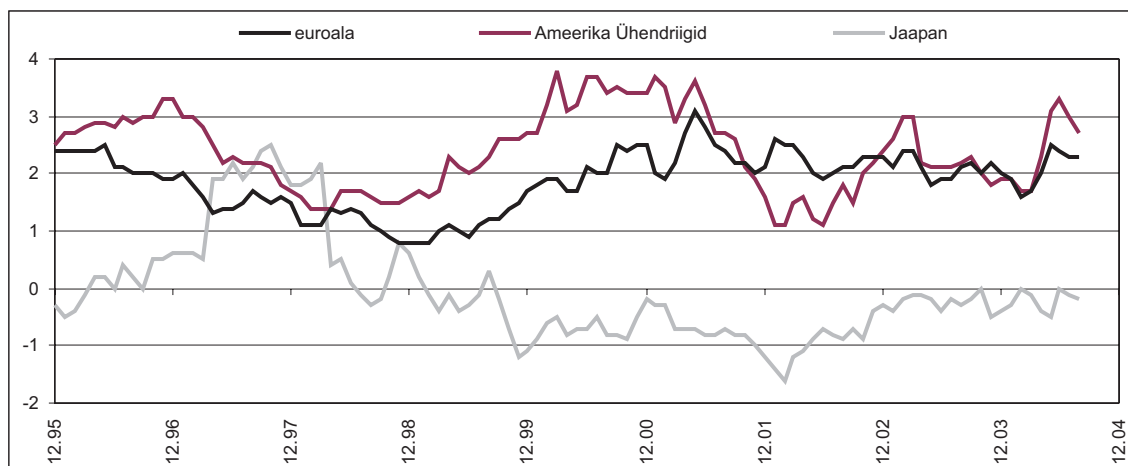
Allikas: EcoWin

Majanduskasv USAs ja Jaapanis tõi kaasa ka **tööturu olukorra paranemise**. Ühendriikides vähenes tööpuudus märtsi 5,7%lt augustis 5,4%le ning Jaapanis jaanuari-veebruari 5,0%lt augustis 4,8%le. Struktuursete probleemide tõttu (eelkõige tööjõu vähene liikuvus) ei avaldanud mõõdukas majanduskasv positiivset mõju euroala tööturule – tööpuudus püsis aprillist augustini stabiilselt 9,0% juures.

USA ja euroala **riigieelarvete puudujääkide** kasv peatus 2004. a suvel. Samas on puudujäägi tase endiselt väga kõrge (nii USAs kui euroala suuremates riikides üle 3% SKTst) ning selgemat pööret paremuse suunas ei ole toimunud. USA suhteliselt kiire majanduskasv on põhjustanud jooksevkonto puudujäägi järsu suurenemise, 2004. a II kvartalis ulatus see juba 5,7%ni SKTst.

¹ Consensus Forecasts, september 2004.

Seoses nafta kiire hinnatõusuga tugevnesid 2004. a suvel ajutiselt **inflatsioonisurved** – tarbijahindade aastakasv tõusis mais-juunis USAs 3,3%ni, euroalal 2,5%ni ning Jaapanis 0,0%ni (vt joonis 1.2). Järgnevatel kuudel surved mõnevõrra vaibusid, sest naftahinna tõus pidurdas tarbimist ega võimaldanud ettevõtetel kerkinud sisendhindu tarbijatele edasi kanda. Eratarbimise nõrkuse tõttu ei oodata inflatsiooni kiirenemist lähitulevikus. Hinnakasvu pidurdab samuti võimalik baasintresside tõus mitmetes suurriikides.



Joonis 1.2. Tarbijahinnad euroalal, Ameerika Ühendriikides ja Jaapanis (%)

Allikas: EcoWin

Soome ja Rootsi majanduskasv on 2004. a esimesel poolel osutunud taas Euroopa keskmisest suuremaks, teises kvartalis oli see vastavalt 3,2% ja 3,6%. Kasvu Põhjamaades toetas suurenenud välisnõudlus nii elektroonika- kui ka puidutööstussektoris. Rootsi ja Soome keskpangad on Põhjamaade edasise majandusarengu suhtes optimistlikud – mõlemad korrigeerisid oma 2004. a sügisel koostatud prognoosides nii käesoleva kui järgmise aasta majanduskasvu väljavaateid ülespoole.

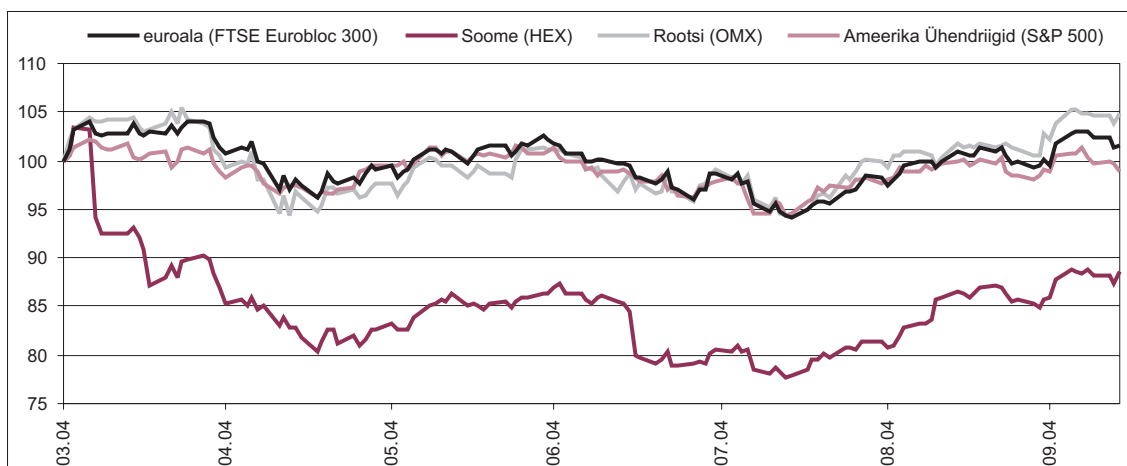
Hoolimata jõudsast majanduskasvust ei paranenud olukord Soome ja Rootsi **tööturul**. II kvartalis jäi tööpuudus Soomes pisut alla 9% ja Rootsis veidi alla 6%. Majapidamiste kindlustunne ja tarbimisvalmidus on selle taustal püsinud aga suhteliselt kõrge ning sisenõudlust võib jätkuvalt pidada majanduse üheks oluliseks kasvuteguriks.

Soome ja Rootsi **inflatsioonitempos** toimus aasta alguses märgatav alanemine – seda peamiselt energiahindade baasiefekti mõjul. Soomes oli täiendavaks teguriks alkoholitoodete aktsiisimaksu alandamine. Nagu mujal Euroopas, on kõrged toormehinnad 2004. a teisel poolel hakanud mõju avaldama ka Põhjamaade tarbijahindadele. Aasta lõpus prognoosivad keskpangad tarbijahindade kasvuks Soomes 0,2% ja Rootsis 0,5%.

Rahvusvahelised finantsturud

Aktsiaturud olid 2004. aasta II ja III kvartalis võrdlemisi heitlikud². Üleilmsetest teguritest tingisid seda nii pööre majanduskasvu (eriti tööstussektori kasvu) aeglustumise suunas kui ka naftahinna kiire tõus, mis tõi kaasa suurema ebakindluse ja investorite riskivalmiduse vähenemise. Aktsiahindade varasem tõusutrend peatus ja asendus kauplemisega piiratud vahemikus. USAs ja euroalal olid aktsiaindeksite muutused kokkuvõttes tagasihoidlikud: USAs alanes S&P500 indeks 1% võrra, samas kui Eurobloc 300 indeks tõusis 1,6% võrra (vt joonis 1.3). Rootsis tõusis aktsiaindeks 4,9%, ent Soomes alanes aktsiaindeks 11,5% võrra, mõjutatuna Nokia aktsia hinnalangusest.

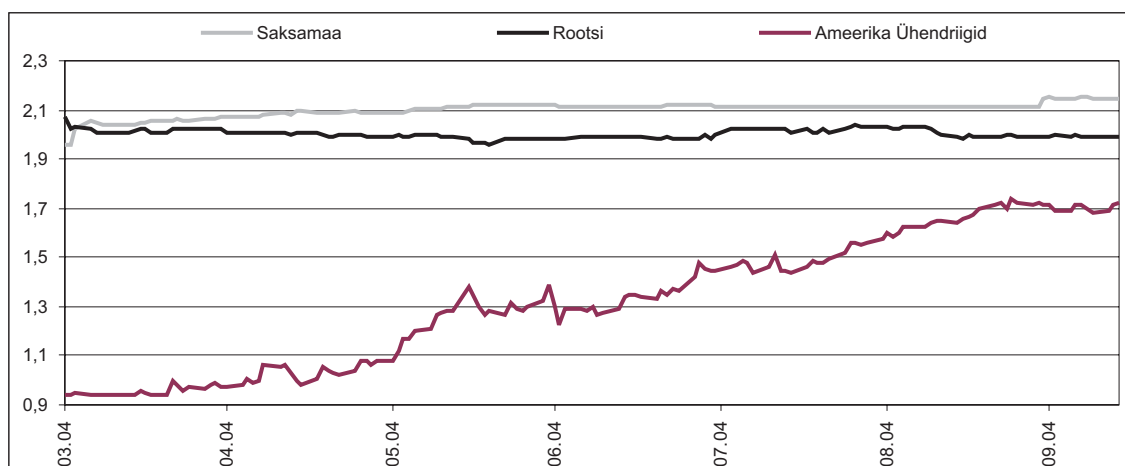
² Ülevaade käsitleb arengut ajavahemikul 31. märts 2004 kuni 13. oktoober 2004.



Joonis 1.3. Euroala, Soome, Rootsi ja Ameerika Ühendriikide aktsiaindeksid (31. märts 2004 = 100)

Allikas: EcoWin

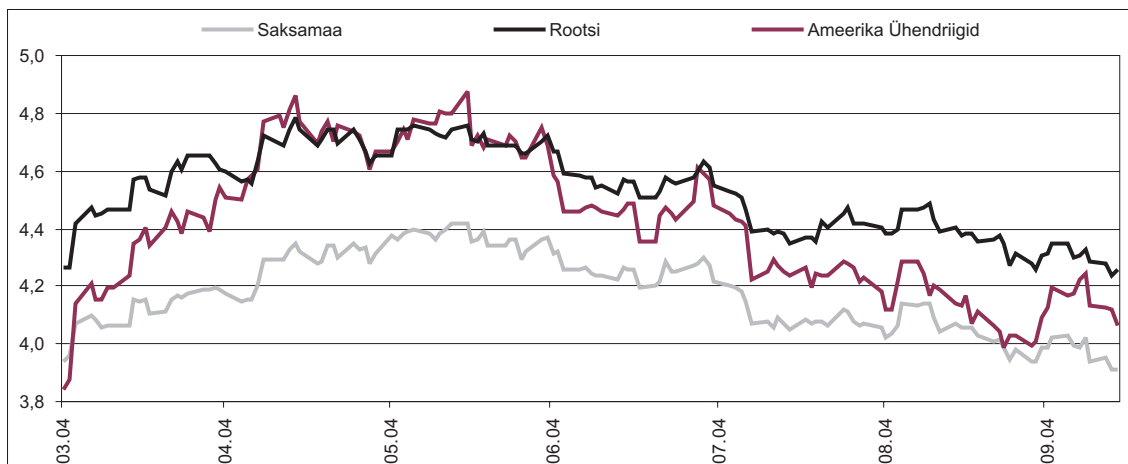
Rahaturul oli lühi- ja pikaajaliste intresside dünaamika erinev. Elavnemisprotsessile omase kiire majanduskasvu tõttu jätkasid mitmed keskpangad (nt Uus-Meremaa ja Inglismaa) **baasintressi** tõstmist. Samal põhjusel alustas baasintressi tõstmist ka USA keskpang, kes tõstis intressimäära 1%lt 1,75%le. Septembrikuises avalduses hindas USA keskpang majanduskasvu ja inflatsiooni langus- ja tõusuriske võrdseks, ent väljendas samas arvamust, et üleminek neutraalsemale rahapoliitikale võib mõõdukas tempos jätkuda. Rootsi keskpang langetas baasintressi aprilli alguses 2,5%lt euroalaga samale 2%sele tasemele. Vaadeldava perioodi kokkuvõttes tõusid **3 kuu intressid** USAs 78 ja euroalal 19 baaspunkti võrra, samas kui Rootsis langesid need 8 baaspunkti võrra (vt joonis 1.4).



Joonis 1.4. Kolme kuu intressimäärad Saksamaal, Rootsis ja Ameerika Ühendriikides (%)

Allikas: EcoWin

Pikaajalised intressimäärad liikusid perioodi jooksul mõlemas suunas. Märtsi lõpust juunini kestis majanduse elavnemisest ajendatud tõusuperiood (vt joonis 1.5). Alates juunikuust, mil võis täheldada nii jooksvate majandusnäitajate kui tulevikuväljavaadete nõrgenemist, domineeris langustrend. Kokkuvõttes tõusis 10 aasta intress USAs 22 baaspunkti võrra, samas olid nõrga sisenõudlusega euroalal ja Rootsis muutused väikesed.

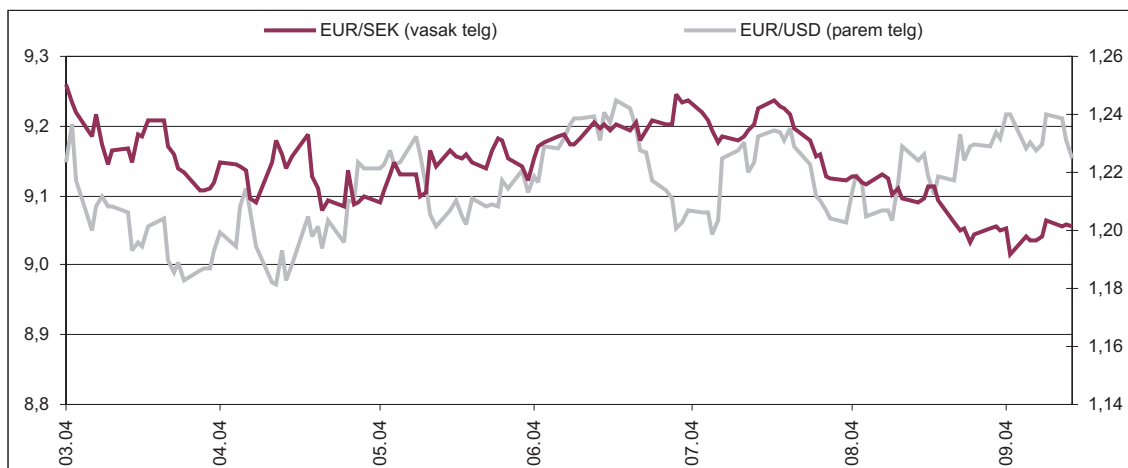


Joonis 1.5. Kümne aasta intressimäärad Saksamaal, Rootsis ja Ameerika Ühendriikides (%)

Allikas: EcoWin

Valuutaturgusid iseloomustas vaadeldud perioodil püsivama suuna puudumine dollari kursimuutustes teiste põhivaluutade suhtes. USA suurest jooksevkonto puudujäägist tulenevaid riske tasakaalustas investorite jaoks USA püsimine üleilmse majanduse liidri rollis. Euro kurss dollari suhtes püsis seetõttu valdavalt vahemikus 1.18–1.24 ja muutus kokkuvõttes väga vähe (vt joonis 1.6). Üleilmse majanduskasvu stabiliseerumine ja süvenev ebaselgus edasiste kasvuväljavaadete osas põhjustasid valuutaturgudel volatiilsuse järk-järgulise alanemise.

Rootsi krooni kurss tugevnes vaadeldava perioodi vältel euro suhtes 2.2%. Alates 2002. aastast on EUR/SEK kurss suurema osa ajast püsinud suhteliselt piiratud vahemikus (9.0–9.3), seda eelkõige euroala ja Rootsi tihedate majandussidemete ning majandustsüklite üha suureneva ühtlustumise tõttu.



Joonis 1.6. Euro kurss Rootsi krooni ja Ameerika Ühendriikide dollari suhtes

Allikas: EcoWin

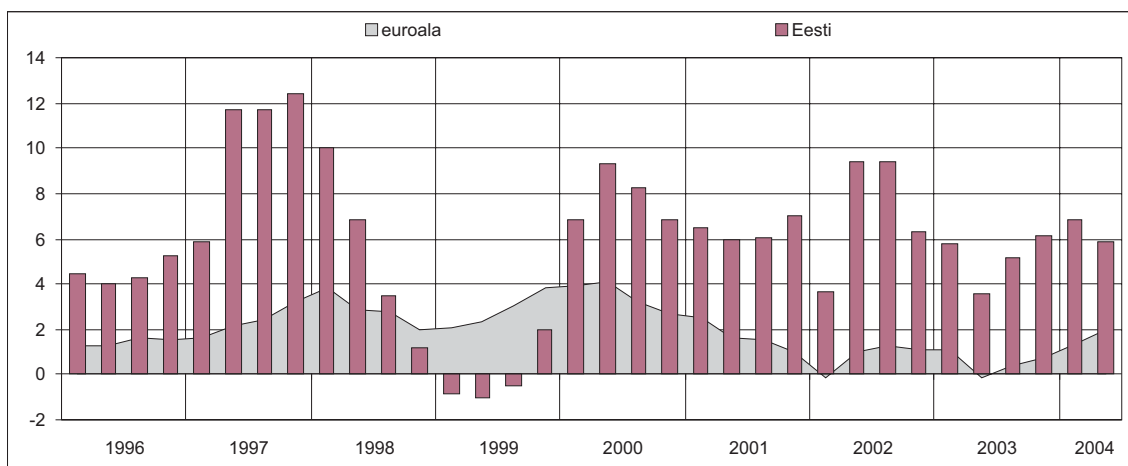
Toormeturu arengusuunad, eelkõige nafta hinnatõus, mõjutasid vaadeldud perioodil oluliselt nii majandust kui finantsturge. Märtsi lõpust kuni oktoobri keskpaigani tõusis toornafta hind enam kui 50% võrra, ületades oktoobris taseme 50 dollarit barrelist. Nii kujunes naftahinnast perioodi lõpuks oluline risk nii majanduskasvule kui inflatsioonile. Kui naftabarreli hind peaks püsima ligikaudu 50 dollari tasemel, võib see

OECD hinnangul vähendada üleilmset SKT kasvu 2005. aastal ligi 0,5 protsendipunkti võrra. Reageerides ebakindluse kasvule, pöördus juuni keskpaigas tõusule ka kulla hind, mis tõusis oktoobri keskpaigaks taas viimaste aastate kõrgtasemetele lähedale.

■ Eesti majanduskasv ja makroriskid

Majanduskasv, välistasakaal ja inflatsioon

Maailmamajanduse püsivama elavnemise taustal jätkus 2004. aasta I poolaastal Eesti **majanduskasvutempode** stabiliseerumine suhteliselt tugevatel tasemetel. Esihgse hinnangu kohaselt ulatus SKT kasv I poolaastal 6,3%ni (vt joonis 1.7). Euroala majanduspiirkonna vastavat näitajat ületati seega 4,7 protsendipunkti võrra, mis tähendas suhteliselt kiiret ühtlustumise jätkumist (2003. a oli see vahe 4,6 protsendipunkti). Tänu peamiste sihtturgude tugevnenud majanduskasvule on käesoleval aastal suurenenud välisnõudluse roll majanduskasvu allikana.



Joonis 1.7. SKT reaalkasv kvartalite lõikes (%)

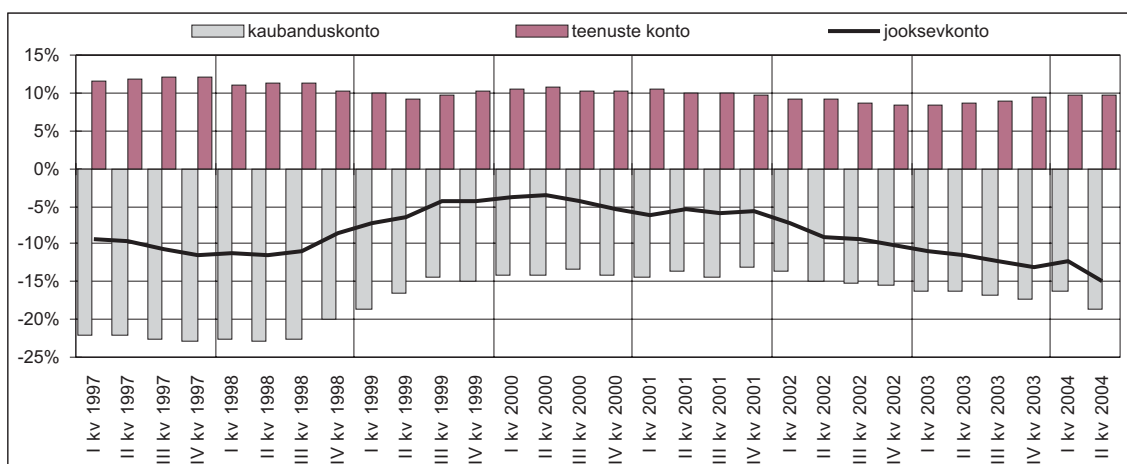
Allikas: Eesti Statistikaamet; Eurostat

Sisenõudluse kasvutempo muutus 2004. a I kvartalis võrreldes eelmise aastaga keskmisega veidi tasakaalukamaks, kuid juba aprillis tingis Euroopa Liiduga ühinemise eelne keskmisest suuremate laovarude soetamine ajutise hüppe impordi- ja tarbimismahutades. Selle tagajärjel ületas sisenõudluse nominaalne kasv II kvartalis SKT kasvu 6,1 protsendipunktiga ja sisenõudluse suhteline ulatuslikkus suurenes taas. Nõudluskomponentidest toetas majanduskasvu kõige rohkem investeeringute ning eratarbimise kasv. **Eratarbimise** reaalkasv ei ületanud I poolaastal SKT kasvu, jäädes sellele isegi 0,2 protsendipunktiga alla. Ent **investeeringute** kasv oli SKT kasvust kiirem, mida näitab ka selle komponendi osakaalu taasjõudmine 33%ni II kvartali SKTst.

Kuigi teenuste ülejääk suurenes 2004. a I poolaastal eelmise aasta sama perioodiga võrreldes veelgi, ei suutnud see kompenseerida **kaubavahetuse puudujäägi** suurenemist ja kaupade ja teenuste defitsiit ehk määr, mille võrra sisenõudlus ületas sisemajanduse kogutoodangut, suurenes II poolaasta lõpus 8,4%ni SKTst. **Jooksevkonto puudujäägi** suurenemist soodustas lisaks väliskaubandusele ka tulude konto puudujäägi kasv: II kvartalis moodustas tulude netoväljavool 8,3% SKTst. Kokkuvõttes välistasakaal halvenes. II kvartalis ulatus jooksevkonto puudujääk rohkem kui 20%ni SKTst (nelja kvartali keskmisena 14,9%ni SKTst; vt joonis 1.8).

Halvenes ka Eesti investeerimispositsioon: 2003. aasta lõpu seisuga võrreldes kasvas Eesti **välisvõlg** SKT suhtes ligi 5 protsendipunkti võrra (80%ni SKTst). Majanduse tasakaalustamise seisukohast omandab

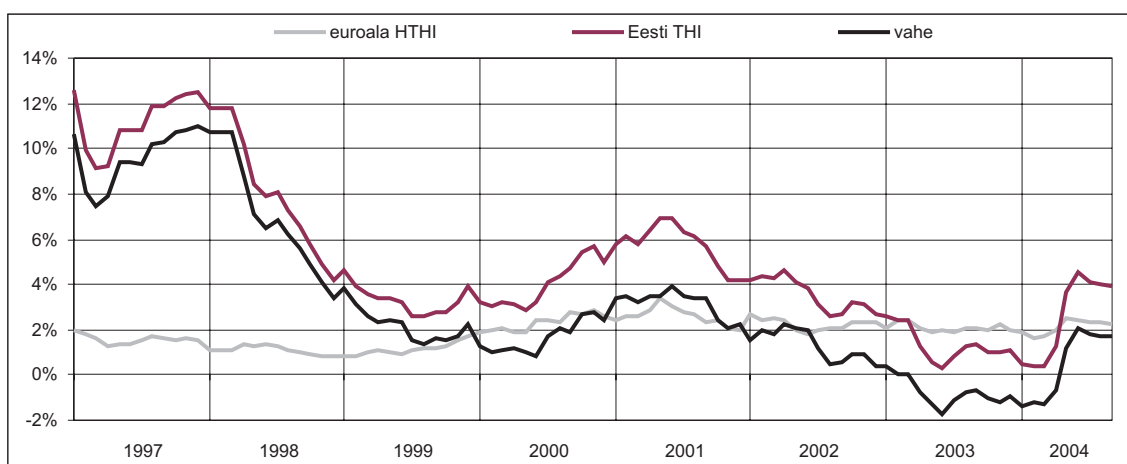
lähiajal määrava tähtsuse säästmise-investeeringute saldo paranemine ning võlakohustusi suurendava sisenõudluse kasvu pidurdumine.



Joonis 1.8. Väliskaubanduskonto, teenuste konto ja jooksevkonto saldo suhe SKTsse (nelja kvartali keskmine)

Pärast 2003. aastal läbitud madalseisu, mille põhjusi tuleb otsida väliste hinnasurvevate alanemises ja administratiivsete hinnaaktioonide suhtelises vähesuses, hakkas **tarbijahindade aastakasv** 2004. aastal kiirema, jõudes kolmandas kvartalis 4,0%ni (vt joonis 1.9). Aprillis oli tegemist hinnataseme ühekordse tõusuga, mida põhjustasid Euroopa Liidu ühinemise momendiga ajastatud ühtsete tollitariifide rakendamine ning kütuse aktsiisimaksude harmoneerimine. Lisaks soodustas inflatsiooni kiirenemist nafta maailmaturu hindade tõus mais ja juunis.

Vaatamata tarbijahindade aastase kasvutempo kiirenemisele ei ole põhjust rääkida laiemast inflatsioonisurvevate kasvust. Eesti alusinflatsiooni³ määr püsis käesoleva aasta esimese üheksa kuu jooksul pidevalt allpool euroala vastavat näitajat, kusjuures viimasel paaril kuul võis täheldada selle alanemist.



Joonis 1.9. Väliskaubanduskonto, teenuste konto ja jooksevkonto saldo suhe SKTsse (nelja kvartali keskmine)

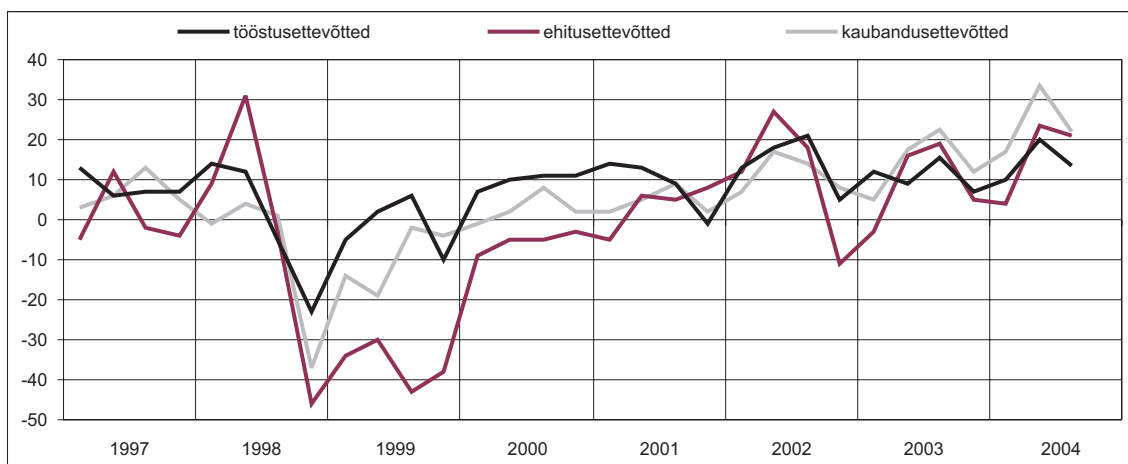
Allikas: Eesti Statistikaamet; Eurostat

³ Alusinflatsiooni näitaja puhul on tarbijahinna harmoneeritud indeksi komponentidest välja arvatud toit, alkohol, tubakas ja energia.

Ettevõtete majanduslik olukord

Kindlustunne

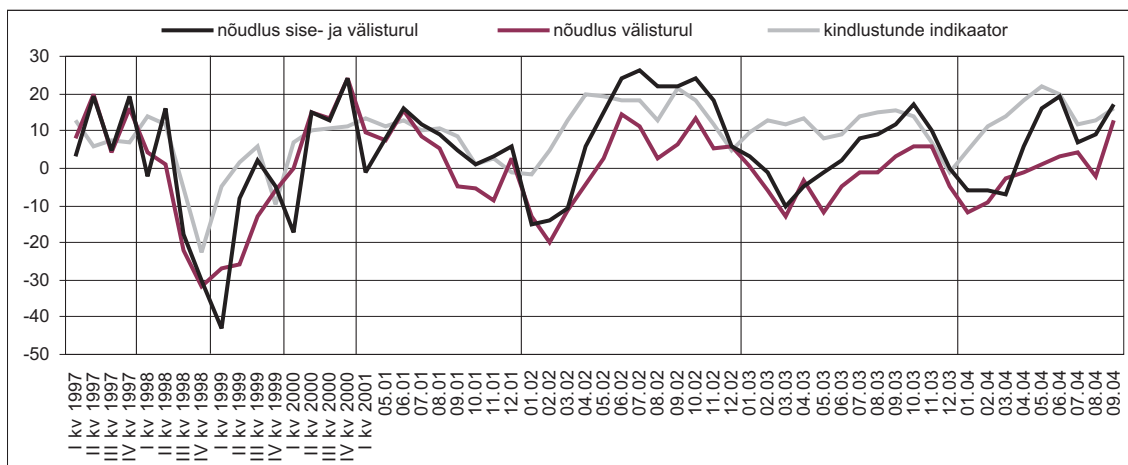
Eesti Konjunktuuriinstituudi (EKI) hinnangute kohaselt jätkus Eesti ettevõtete tulevikuoptimismi kasv ka 2004. aastal. Kõigi vaatluse all olevate majandusharude konjunktuuribaromeetrid on aastatagusega võrreldes tõusnud (vt joonis 1.10). Teistest harudest selgem oli **kaubandusettevõtete** optimismi kasv, mida kinnitas uute kaubanduspindade lisandumine. Samuti toetas optimismi suurenemist Eestit külastanud välituristide arvu kasv. **Ehitusettevõtete** hinnangud olid I poolaastal aastatagusest selgelt optimistlikumad, kuid jäid III kvartalis eelmise aasta sama kvartali tasemele.



Joonis 1.10. Eesti ettevõtete kindlustunde indikaatorid

Allikas: Eesti Konjunktuuriinstituut

Tööstusettevõtete hinnangute paranemine on seostatav eelkõige välisnõudluse taastumise mõjudega (vt joonis 1.11). Euroopa Liiduga ühinemise järgsetel kuudel on toimunud tööstusettevõtete optimistlike hinnangute mõningane korrigeerimine.

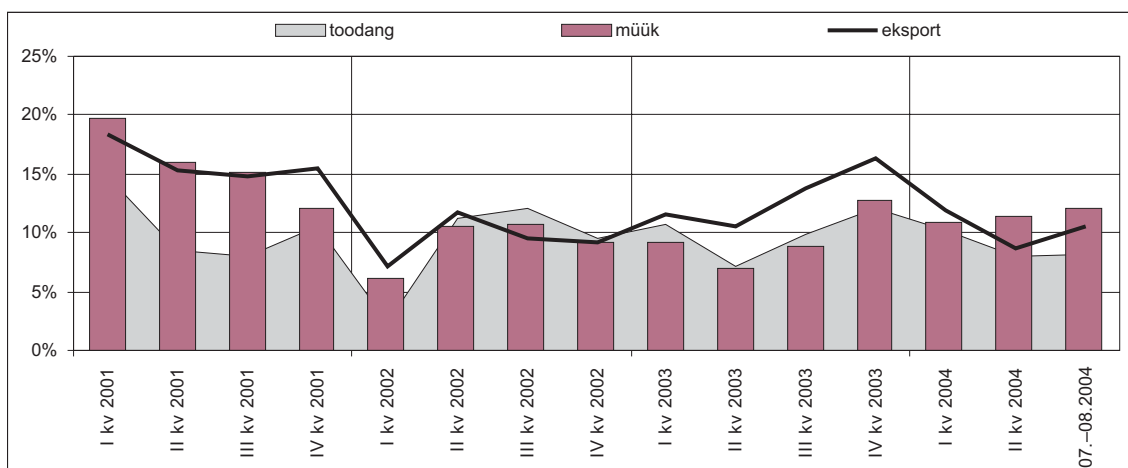


Joonis 1.11. Tööstusettevõtete toodangunõudlus ja kindlustunde indikaator

Allikas: Eesti Konjunktuuriinstituut

Tööstustoodangu müük ja investeeringud

Reaalnäitajatest kiirenes 2004. a I poolaastal töötleva tööstuse toodangu **müügi kasv** eelmise aasta 9,4%lt 11,2%le (vt joonis 1.12). Selline kasvu kiirenemine oli eeskätt tingitud nõudluse kasvust siseturul, tööstustoodangu ekspordi kasv on samas aeglustunud 13,0%lt 10,3%le.

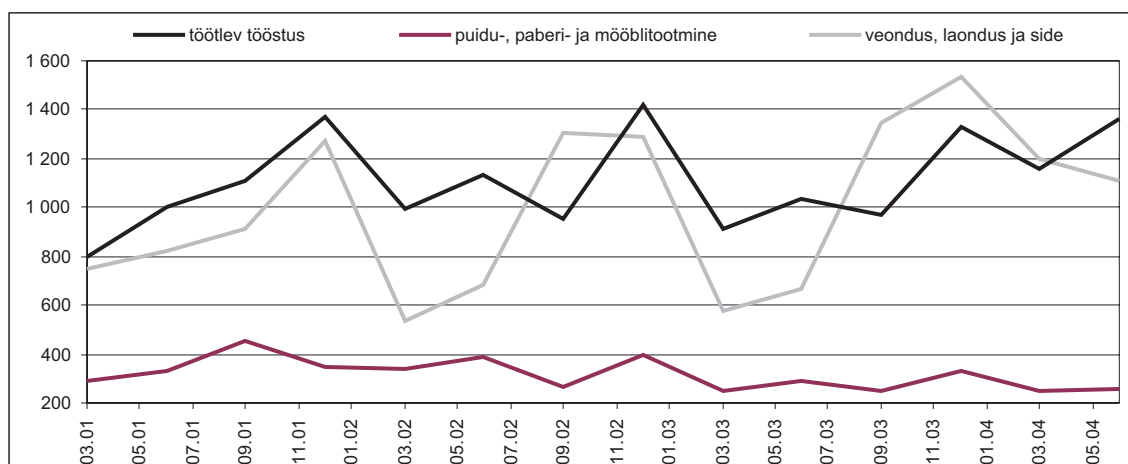


Joonis 1.12. Töötleva tööstuse toodangu ja müügi indeksid

Allikas: Eesti Statistikaamet

Eesti **kaubaeksport** näitas 2004. aasta I poolaastal, kooskõlas peamiste sihtturgude tugevnenud majanduskasvuga, samuti tugevat kasvu (FOB-hindades 16,0%). Käesoleva aasta ekspordi areng on hakanud muutuma ka komponentide ja erinevate turgude lõikes ühtlasemaks. Kui mullusel aastal olid ekspordi kasvu peavedajaks uued ja "mittetraditsioonilised" harud (keemia, metall), siis 2004. aasta I poolaastal on märgatavalt paranenud olukord ka traditsiooniliste harude osas (puidutööstus, piimatooted).

Ettevõtete **investeeringute** statistika näitab, et majandusharude lõikes on kahanenud esmassektori harude investeeringud. Teisese sektori harudes toimus seevastu investeeringute kasv nii töötlevas tööstuses kui ka veonduses, laonduses ja sides (vt joonis 1.13). Samas olid aga näiteks Eesti ekspordi jaoks tähtsatesse tootmisharudesse – puidu-, paberi- ja mööblitootmisse – tehtavad kapitalimahutused 2003. aastal varasemate perioodidega võrreldes väiksemad.



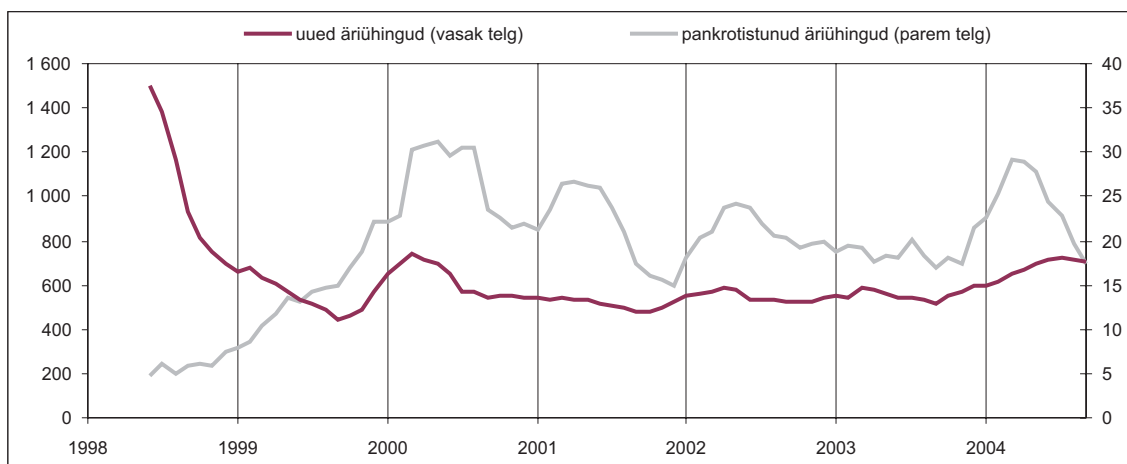
Joonis 1.13. Ettevõtete investeeringud materiaalsesse põhivarasse (mln kr)

Allikas: Eesti Statistikaamet

Uued ettevõtted ja pankrotid

2003. a lõpus ja 2004. a alguses toimunud järsk **pankrottide** arvu suurenemine pidurdus II kvartali alguses (vt joonis 1.14). Üheksa kuu kumulatiivne pankrottide arv (191) oli seega praktiliselt sama suur kui 2001. ja 2002. aasta samal perioodil; samas registreeriti võrreldes 2003. a üheksa kuuga käesoleval aastal oluliselt rohkem pankrotte. Majandusharude lõikes pankrotistus 2004. a esimese üheksa kuu jooksul arvuliselt enim kaubanduses tegutsevaid ettevõtteid. Arvestades vastavas majandusharus tegutsevate ettevõtete koguarvu, oli pankrotistumine keskmisest mõnevõrra intensiivsem ehituses ja töötlevas tööstuses.

Majanduse elavnemist ning positiivset ettevaadet peegeldab **uute ettevõtete** eelmiste aastatega võrreldes jõudsam lisandumine äriregistrisse. Jätakuvalt on rohkem kui pool uutest ettevõtetest asutatud kaubandussektoris. Suhteliselt tugev kasv on jätkunud ka kinnisvara ja muu äriteeninduse valdkonnas.



Joonis 1.14. Kuu jooksul äriregistrisse kantud uued äriühingud ja pankrotistunud äriühingud (6 kuu libisev keskmine)

Allikas: Eesti Ettevõttereister

Ettevõtete kasumlikkus

Esialgseile hinnanguile tuginedes on ettevõtlussektori kasumlikkus 2004. aastal eelmise aastaga võrreldes veelgi paranenud. SKT näitajad viitavad sellele, et ettevõtete kasumid kasvasid eriti jõudsalt käesoleva aasta teises kvartalis, ületades nelja kvartali libiseva kasvunäitajana ka SKT nominaalset kasvu.

Majapidamiste majanduslik olukord

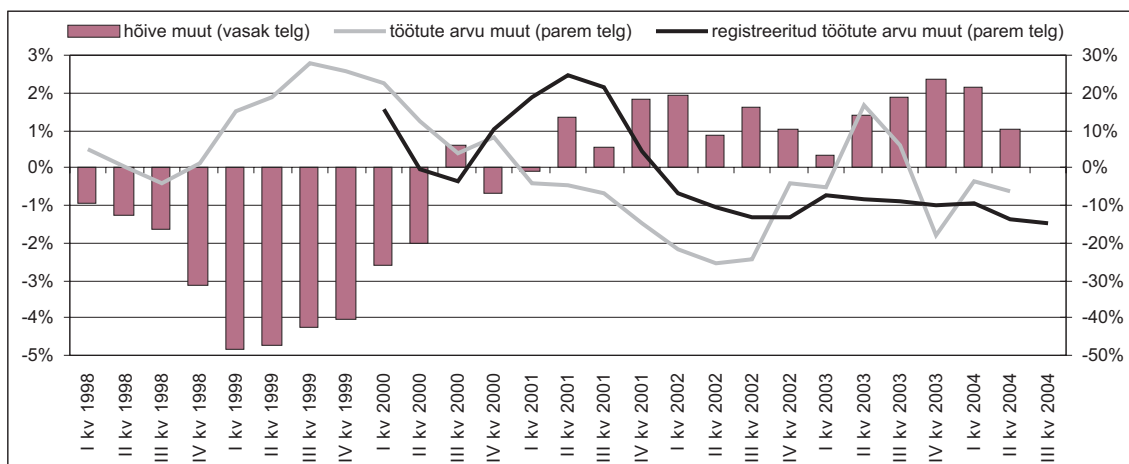
Tööturg

2004. aasta esimesel poolel jätkusid tööturul positiivsed suundumused. Elanikkonna majanduslik aktiivsus ja tööhõive kasvasid aeglaselt, kuid stabiilselt; tööpuudus alanis võrreldes eelmise aasta sama perioodiga (vt joonis 1.15).

Võrreldes aastataguse perioodiga oli töötuid keskmiselt 5% võrra vähem, **töötuse määr** aga langes keskmiselt 0,6 protsendipunkti. Eurostati andmetel vähenes Eesti töötuse määr (harmoneeritud ja sesoonselt tasandatud) juulis-augustis allapoole euroala keskmist näitajat (juulis 8,8%ni ja augustis 8,7%ni).

Hõive kasv 2004. aastal siiski mõnevõrra aeglustus, ulatudes aastakasvunäitajana I kvartalis 2,2% ja II kvartalis 1%ni. Poolaasta keskmisena lisandus kokku 9300 hõivatut. Arvuliselt kasvas hõive enim töötlevas

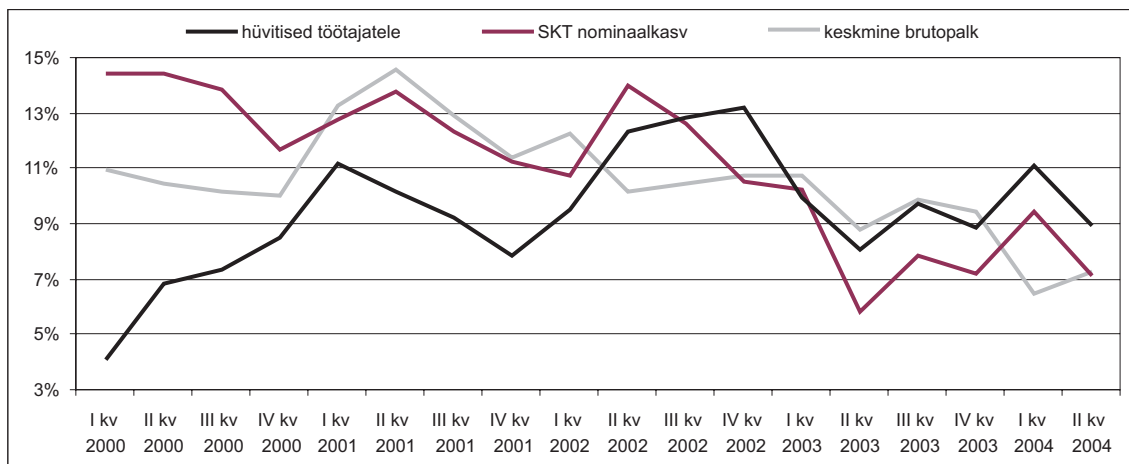
tööstuses, ehituses ja avalikus halduses; kahanes kõige rohkem kinnisvara-, üürimis- ja äritegevuses, hariduses ning põllumajanduses.



Joonis 1.15. Hõivatute ja töötute arvu aastane muut

Allikas: Eesti Statistikaamet

Alates aasta algusest on aeglustunud nii **palkade** nominaalne kui ka reaalne kasv (vt joonis 1.16). Kõige kiiremini kasvasid 2004. a I poolaastal palgad metsamajanduses, aga ka teenindussektoris. Töötlevas tööstuses jäi palgakasv nii esimeses kui ka teises kvartalis veidi alla 8%. Kui vaadelda palgakasvu tööandja omaniku järgi, siis selgub, et kõige enam aeglustus see Eesti eraõigusliku isiku omandis olevates ettevõtetes, ulatudes vaid 5,2%ni; seevastu riigiomandis olevates ametites, ettevõtetes ja organisatsioonides ei näidanud palgakasv vähimatki aeglustumise märki ning kasvumäär jäi püsima ligikaudu 10% tasemel.



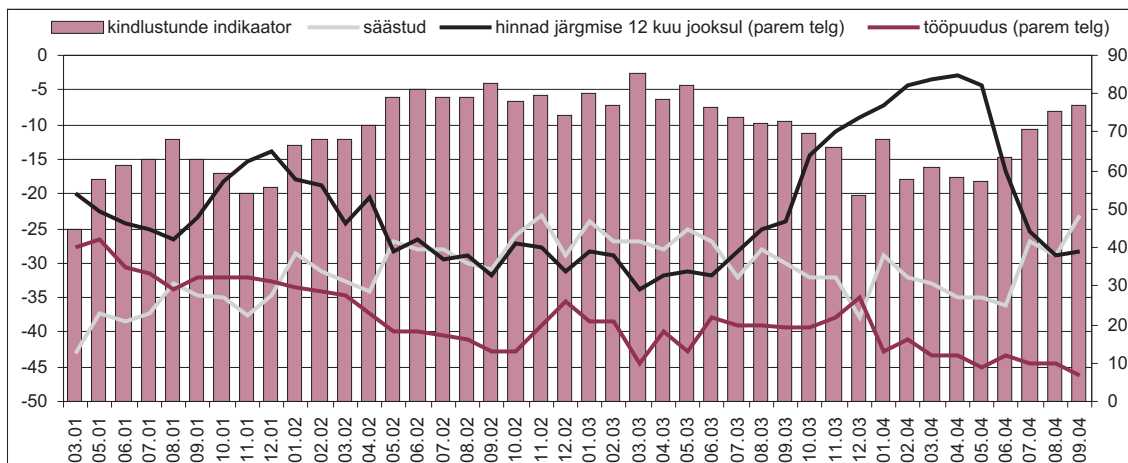
Joonis 1.16. Keskmise palga, töötasufondi ja SKT nominaalne aastakasv

Allikas: Eesti Statistikaamet

Tööjõukulutuste kasvu kiirenemine 2003. aastal osutus majanduskasvu tsüklilise aeglustumise perioodil täiendavaks majanduse tasakaalustamatuse allikaks. Kahjuks jätkus sama tendents ka 2004. aasta I pool. Palgakasvumäära viimine kooskõlla tootlikkuse arengutendentsidega on saanud eelseisvate perioodide võtmeküsimuseks.

Kindlustunne ja pere-eelarve uuringud

2003. aasta alguses alanud majapidamiste **kindlustunde indikaatori** langustrend kestis 2004. aasta maikuuni ning pöördus seejärel positiivseks (vt joonis 1.17). Peamine ebakindluse põhjus oli üha suurenev inflatsioonikartus seoses Euroopa Liiduga ühinemisega, mis aga pärast liitumist järsult nõrgenes ja on nüüdseks taandunud. Majapidamiste hirm võimaliku hinnatõusu ees osutus ülepaistetatuks ning ei avaldanud märkimisväärset mõju tegelikule inflatsiooni arengule.

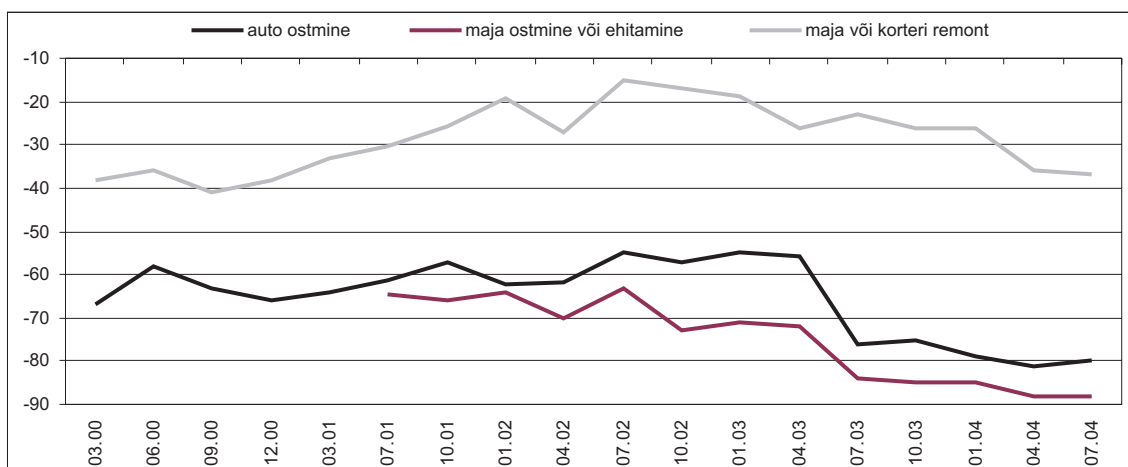


Joonis 1.17. Tarbijate kindlustunde indikaatorid

Allikas: Eesti Konjunktuuriinstituut

Kindlustunde tugevnemist toetas 2004. aastal ka järjest kahanenud hirm töötuks jääda. Tööpuuduse kartus jõudis septembris ajalooliselt madalaimale tasemele. Alates III kvartalist on oluliselt paranenud majapidamiste hinnangud oma säästmisvõimele.

EKI tarbijabaromeetris kajastuvate hinnangute kohaselt vähenes eraisikute **uute suurte ostude ja investeringute tegemise kavatsus** (auto ostmise, eluaseme ostmise, ehitamine või remont) ka 2004. aastal (vt joonis 1.18). TNS Emori sügisese F-monitori uuringu tulemuste põhjal ei järeldu samuti suurenenud nõudlust kallimate kestvuskaupade (näiteks sõidukid ja kinnisvara) järele.

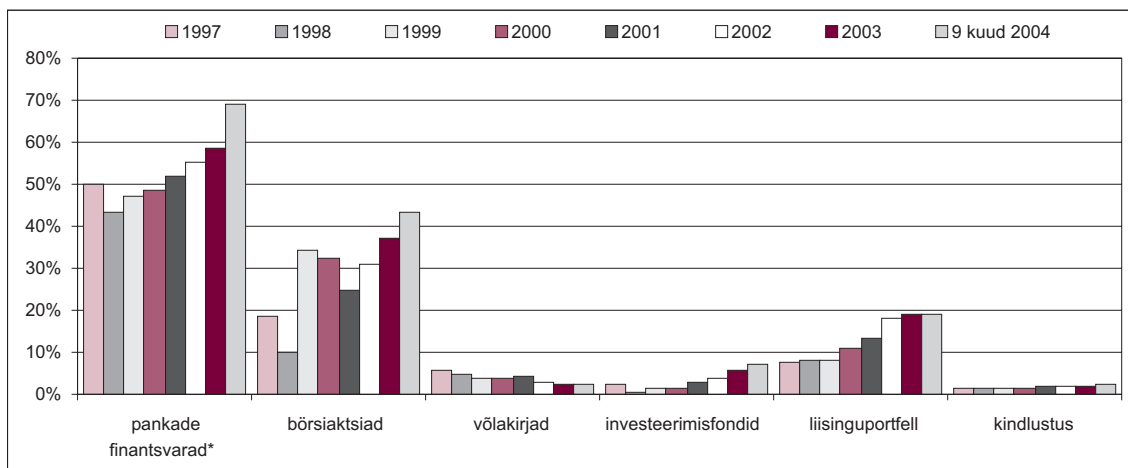


Joonis 1.18. Majapidamiste hinnangud kulutuste osas

Allikas: Eesti Konjunktuuriinstituut

Finantsvahenduse struktuur ja finantssüvenemine

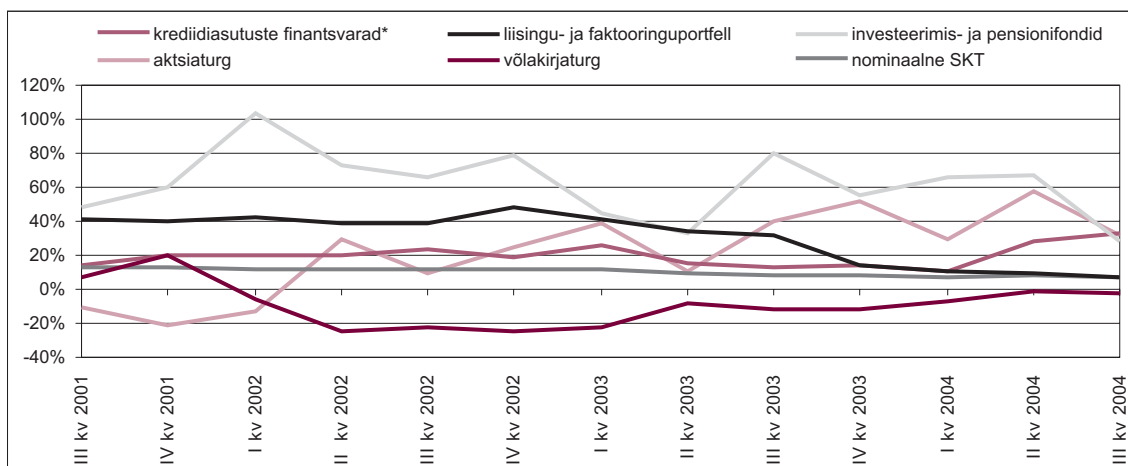
Eesti finantssektori tänane struktuur kujunes välja suuresti eelmise kümnendi lõpus ning viimastel aastatel on suuremad muutused seotud erinevate finantssektori osade vahelduvate ennakkasvudega (vt joonis 1.19)



Joonis 1.19. Finantsvahendajate struktuur (% SKT suhtes)

* v.a finantseerimisasutustele (peamiselt liisinguettevõtetele) antud laenud

Pankade finantsvarade kasv põhineb jätkuvalt tugeval laenuõudlusel, samas liisinguportfelli arengusuundumusi iseloomustab aeglustuv kasvutempo (vt joonis 1.20). Tegemist on ühelt poolt pankade strateegilise valikuga kasutada rohkem pankade bilansis kajastuvat laenuportfelli, teisalt näitab see ka tarbijate eelistusi erinevate laenutoodete osas.



Joonis 1.20. Finantsvarade ja nominaalse SKT aastakasv

* v.a finantseerimisasutustele (peamiselt liisinguettevõtetele) antud laenud

Pankade kodumaiste finantsvarade finantssüvenemise tempo on võrreldes ajaloolise keskmise trendiga (umbes 50% nominaalsest SKT kasvust) olnud viimase aasta jooksul tunduvalt kiirem (kolmekordne nominaalse SKT kasv), kuid finantskohustuste poolel on süvenemistempo olnud viimased kaks aastat sisuliselt paigal.

Viimasel kolmel aastal kiiremini kasvanud osa – investeerimisfondid – on käesoleval aastal suurendanud mahtusid suhteliselt aeglaselt ning olnud samal tasemel aktsiahindade kasvul põhineva aktsiaturu kapitalisatsiooni aastase kasvutempoga (aastakasv ületas nominaalse SKT kasvu kolm korda). Jätkuvalt on võrreldes majanduse nominaalse suurenemisega taandarengus võlakirjaturu kapitalisatsioon. Olulisi muutusi ei ole ka kindlustusturu mahtude osas, kus preemiate kasv ületab jätkuvalt kahekordselt nominaalset majanduse kasvu.

II ETTEVÖTETE JA MAJAPIDAMISTE FINANTSKÄITUMINE JA RISKID

■ Ettevõtted

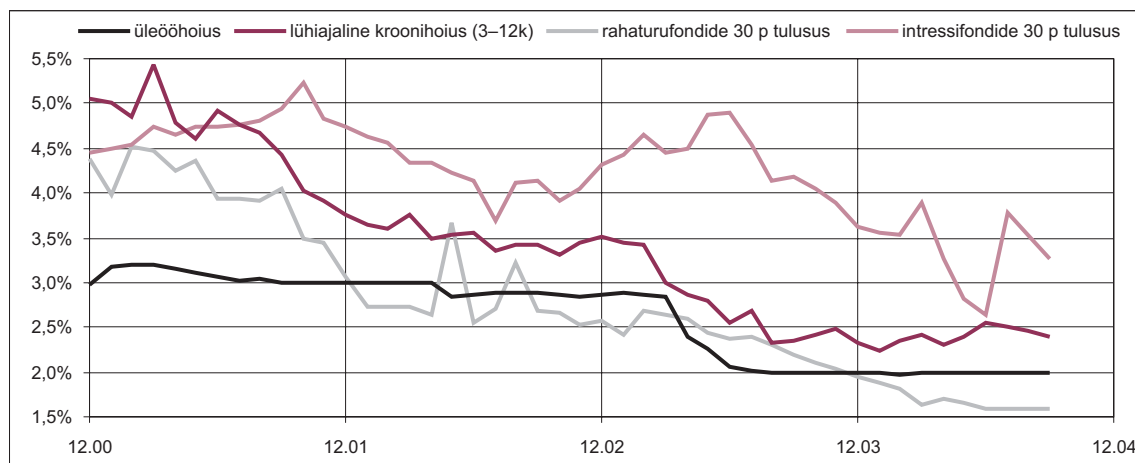
Finantspositsioon ja säästmine

Ettevõtete finantsvarade ja -kohustuste netopositsioon kodumaiste pankade ja liisinguettevõtete suhtes on tugeva laenukasvu juures muutunud veelgi negatiivsemaks (vt joonis 2.1). 2004. a septembri lõpus ületasid ettevõtete finantskohustused kodumaise panganduse suhtes finantsvarasid rohkem kui 23 mld krooni võrra. Veel 2003. a lõpus oli see vahe 17 mld krooni.



Joonis 2.1. Ettevõtete finantsvarad ja -kohustused kodumaise panga- ja liisingusektori suhtes (mld kr)

2003. a esimese poole alguse saanud **hoiuste** kasvutempo alanemistrend pöördus 2004. a teises pooles – septembri lõpuks kiirenes kasvutempo 21%ni. Kui osaliselt peegeldab selle kasvunäitaja dünaamika eelmise perioodi baastaseme erisusi, siis pikemas vaates kajastuvad hoiuste kasvus ka ettevõtete paremad



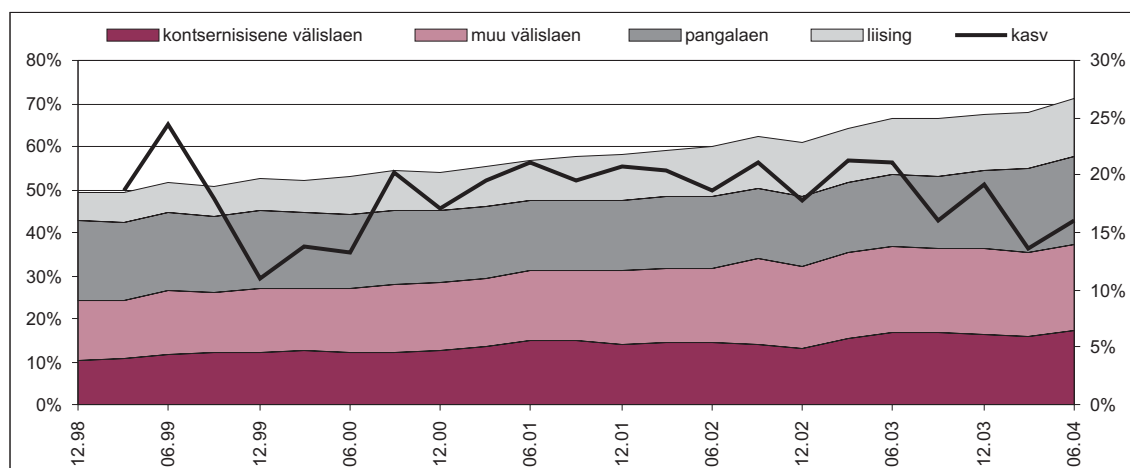
Joonis 2.2. Ettevõtete lühiajaliste kroonihoiuste intressid ning raha- ja intressifondide tootlused

majandustulemused. 2004. a üheksa kuu jooksul kasvasid kodumaiste ettevõtete hoiused 1,4 mld krooni võrra, mis oli suurim kasv viimase kolme aasta vastavate perioodide võrdluses.

Püsivalt väheatraktiivsed **hoiuseintressimäärad** ning vähenenud **intressifondide tootlused** on alandanud nii tähtajaliste hoiuste osakaalu¹ kui ka investeringuid raha- ja intressifondidesse. Ettevõtted eelistavad investeerida aktsiafondidesse või hoida vahendeid likviidsena nõudmiseni pangakontodel (vt joonis 2.2).

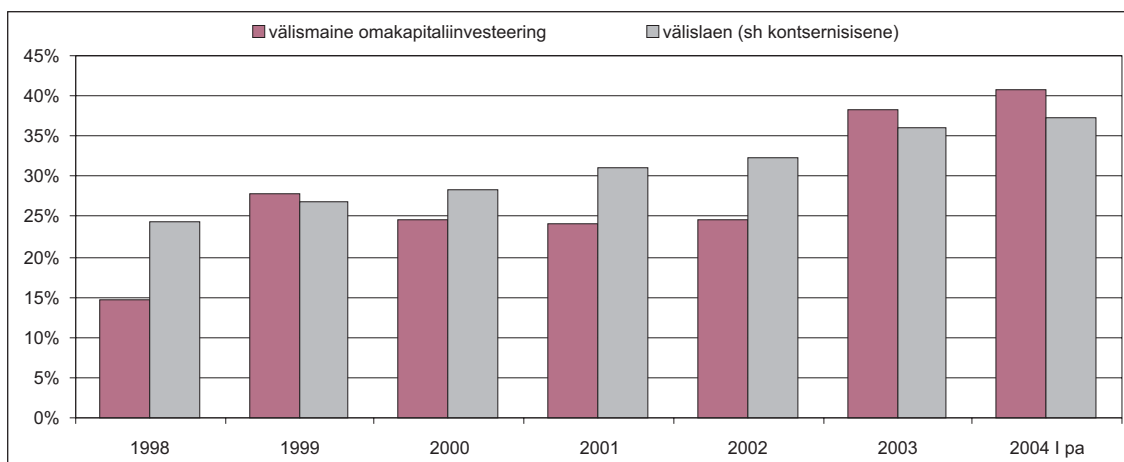
Ettevõtete võlg

Ettevõtete **võla kasvutempo**, mis 2001. a teisest poolest kuni 2003. a keskpaigani püsis 20% juures, on sellest ajast alates olnud alaneva trendiga, jõudes 2004. a I poolaasta lõpuks 16%ni (vt joonis 2.3). Käesoleval aastal on varasemaga võrreldes oluliselt kiiremini kasvanud kodumaisel pangalaenu ning liisingul põhinev rahastamine. Välislaenu osakaal oli juuni lõpus siiski jätkuvalt kõrge, moodustades 52% ettevõtete võlakapitalist. Välislaenudest omakorda peaaegu pool (täpsemalt 46%) moodustavad kontsernisiseseid laenuid.



Joonis 2.3. Ettevõtete võlg (% SKT suhtes; vasak telg) ja kasvutempo (parem telg)

Lisaks võlakapitali vormis toimunud finantseerimisele on jõuliselt kasvanud ka **välismaised omakapitali investeringud** (vt joonis 2.4). Kodu- ja välismaalt kaasatud võlaga võrreldes jäi välismaise omakapitali jäägi kasv tagasihoidlikumaks, olles samas siiski suurem välismaiste võlakohustuste jäägi kasvust.

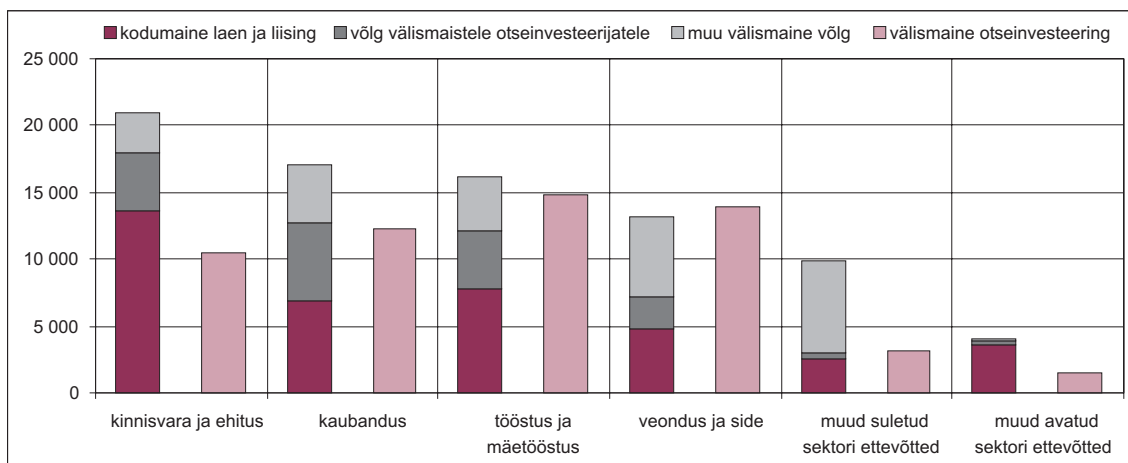


Joonis 2.4. Väliskapital Eesti ettevõtluses (% SKT suhtes)

¹ Ettevõtete poolt pankades hoitavatest vahenditest moodustavad rohkem kui 75% nõudmiseni hoiused.

Majandusharude lõikes olid 2004. a I poolaastal võlakapitali kaasamisel aktiivseimad kaubanduses tegutsevad ettevõtted. Ent **välisinvesteeringuid lisandus sama perioodi jooksul kõige rohkem kinnisvarasektorisse ja ehitusse** (2,4 mld krooni) – see oli viimaste aastate üks tugevaimaid kasve. Majanduse põhiharudes on välismaiste otseinvesteeringute roll äritegevuse rahastamisel endiselt oluline; näiteks töötlevas tööstuses moodustasid kontsernisisesed laenud I poolaasta võlakapitali kasvust peaaegu 50%.

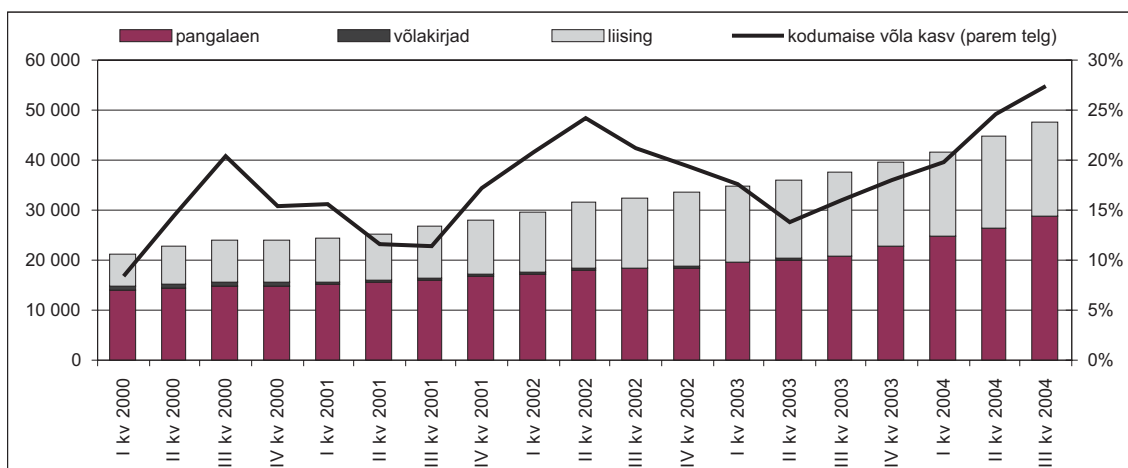
Ettevõtete võlakapitali struktuur ei ole nende arengusuundade tulemusena siiski oluliselt muutunud. Endiselt põhineb kinnisvarasektori rahastamine ülekaalukalt kodumaisel laenul ja liisingul (64% võlast), samas kui teiste peamiste majandusharude puhul domineerib välismaine laenuressurss (vt joonis 2.5).



Joonis 2.5. Ettevõtete finantseerimise struktuur seisuga 30.06.2004 (mln kr)

Kodumaise finantssektori vahendatud võlg

Kodumaise panga- ja liisingusektori vahendatud **kodumaise võla aastakasv** jõudis 2004. a kolmanda kvartali lõpuks viimaste aastate rekordtasemele (27%; vt joonis 2.6). Kuigi suure osa sellest andis alates 2003. a lõpust rohkem kodumaisele pangasektorile tuginev transpordisektor², kus aastakasv jõudis septembri lõpus 83%ni, võis kasvutempo kiirenemist 2004. a jooksul täheldada kõikides peamistes majandusharudes.

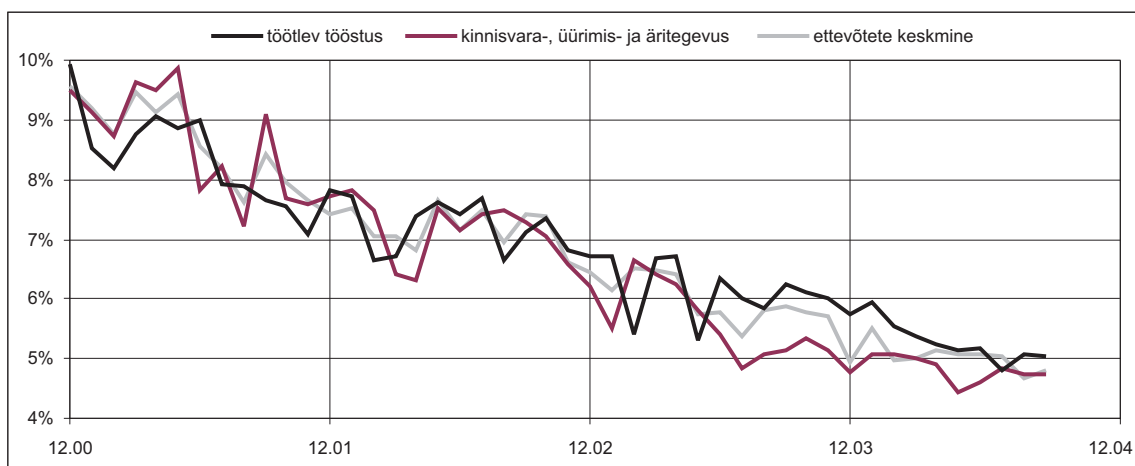


Joonis 2.6. Ettevõtete võlg kodumaiste pankade ja liisinguühingute ees (mln kr; vasak telg) ja selle kasv (parem telg)

² 2003. a lõpus refinantseeriti märkimisväärne osa transpordisektori laenudest kodumaise pangalaenuga.

Võlainstrumentide struktuuris jätkub suundumus, kus liisingu osakaal taandub pangalaenu ees. Septembri lõpu seisuga oli pangalaenuga finantseeritud üle 60% ettevõtlussektori kodumaisest võlast. Liisingu rolli vähenemist saab põhjendada peamiselt laenuoodete iseloomu muutusega. Liisingutoodete kasutamine on tavapärasem seadmetesse investeerimisel, mistõttu näiteks põllumajanduses ja töötlevas tööstuses on liisingu osakaal finantseerimisel jäänud endisele tasemele (vastavalt 66% ja 35%). Kodumaise väärtpaperituru roll vahendite kaasamisel on endiselt väike (vt ptk 4).

Ettevõtete suurt laenukasvu on soosinud madal intressitas. Kogu 2004. a jooksul on ettevõtete pikaajaliste laenude keskmine intress püsinud 5% juures, aastataguse perioodiga võrreldes on see alanenud peaaegu protsendipunkti võrra (vt joonis 2.7). Soodne intressikeskkond on täheldatav enamike tegevusalade puhul. Käesoleva aasta üheksa kuu keskmisena oli keskmisest kõrgem laenuintress kalanduses ja põllumajanduses tegutsevatel ettevõtetel; samal ajal laenasid madalama intressiga transpordi- ja side- ning kinnisvara- ja muu äriteeninduse ettevõtteid. Arvestades seda, et Eesti ettevõtete näol on ELi kontekstis tegemist pigem väikese ja keskmise suurusega ettevõtetega, kelle puhul rakendatav laenumarginaal on kõrgem, võib Eestis väljakujunenud intressitaset pidada kohati liiga madalaks.



Joonis 2.7. Ettevõtete pikaajalised laenuintressimäärad

■ Majapidamised

Finantspositsioon ja säästmine

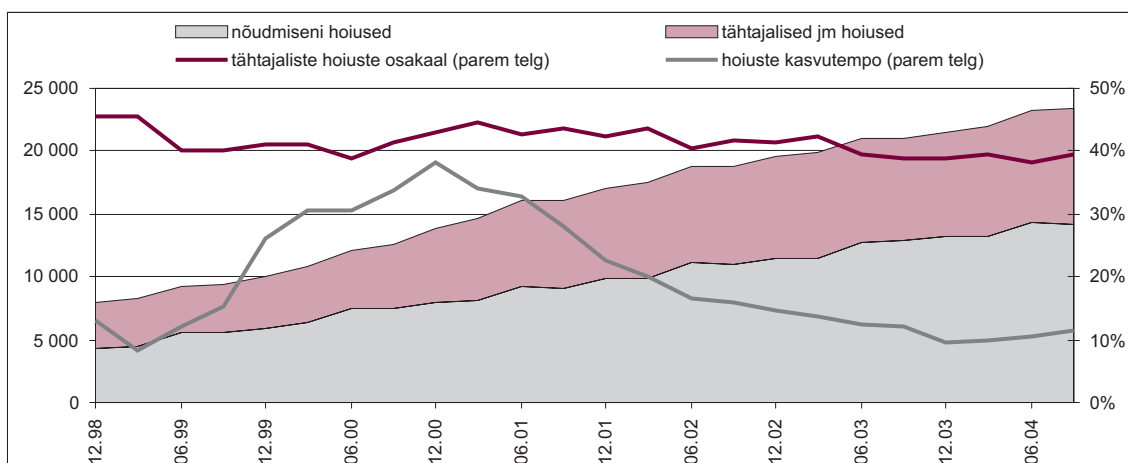
Majapidamiste finantsvarade ja -kohustuste netopositsiooni halvenemine jätkus 2004. aastal üha kiirenevas tempos. 2004. a septembri lõpus ületasid majapidamiste finantskohustused finantsvarasid juba rohkem kui 6 mld krooni võrra (vt joonis 2.8). Kuna finantskohustuste suurenemise taga on eelkõige kinnisvara soetamine, siis majapidamiste jõukus on ilmselt suurenenud. Finantspositsiooni nõrgenemine avaldab samas negatiivset mõju makrotasandi välistasakaalule ning mikrotasandil vähenevad puhvrid toimetulekuks võimalike tagasilöökidega, mis ohustavad laenuteenindamisvõimet.

Hoiuste aastakasvu aeglustumise trend, mis sai alguse juba 2001. a keskel, saavutas oma madalpunkti 2003. a lõpus ja 2004. a alguses. Kuigi 2004. a teisest poolest võttis hoiuste kasvutempo üle pika aja taas kindla suuna ülespoole (septembri lõpuks jõudis aastakasvunäitaja 11,4%ni), on see kõrge laenuõudluse juures jäänud siiski tagasihoidlikuks (vt joonis 2.9). Võrreldes teiste finantssüvenemise näitajatega ei ole eraisikute hoiuste suhe SKTsse märkimisväärselt suurenenud, püsid juba alates 2001. a keskpaigast 16–18% vahemikus³.

³ Võrdluseks: eraisikute hoiused moodustasid 2003. a lõpus Lätis 15% ning Soomes 35% SKTst (allikad: Eurostat ja kesk-pangad).



Joonis 2.8. Majapidamiste finantsvarad ja -kohustused kodumaise pangalaenu- ja liisingusektori suhtes (mln kr)



Joonis 2.9. Majapidamiste hoiused kodumaistes pankades (mln kr) ja nende kasv

2004. a üheksa kuu jooksul kasvas hoiusete jääk 1,9 mld krooni võrra (2003. a samal ajal oli jäägi kasv 1,3 mld kr), seejuures väärib tähelepanu asjaolu, et nõudmiseni ja tähtajalised hoiused on suurenenud praktiliselt võrdses mahus. Tõenäoliselt peab endiselt paika 2004. aasta mai FSÜs välja pakutud atraktiivsete rahapaigutamise võimaluste nappuse järeldus, sest hoiusetintressid on püsinud muutumatult madalal tasemel alates 2003. aasta keskpaigast. TNS Emori 2004. a sügisel läbiviidud uuring näitas aga tähtajalise hoiusetamise suhtes toimunud järsku eelistuste kahanemist, samas kui "sukasäärepankurite" osakaal on suurenenud.

Sama uuringu järgi on otsene investeerimine väärtpaberitesse jäänud vaid väikese osa elanikkonna huviks – börsil kaubeldavaid või mittekaubeldavaid väärtpabereid või investeerimisfondi osakuid omab uuringu kohaselt vaid 4% kõikidest leibkondadest, kusjuures viimase kolme aasta jooksul on see osakaal püsinud praktiliselt muutumatuna. Tõenäoliselt on huvipuuduse taga eelkõige elanikkonnas valitsev arvamus, nagu pakuks kinnisvarasse investeerimine suhteliselt paremat ja riskivabamat tootlust (vt ka taustinfo *Eluasemena kasutatava kinnisvara ja finantsvarade tootlus*).

Seoses pensionireformi eduka käivitamisega on pikemas perspektiivis muutumas majapidamiste finantsvarade struktuur. Lisaks kohustuslikule pensionikogumisele on viimase aasta jooksul jõudsalt kasvanud vabatahtlik pensionikogumine – 2003. a septembri lõpuks oli pensioni III sambaga liitunud 11,5% töötavast elanikkonnast (vt ka ptk 5 *Pensionifondid ja -kindlustus*) ning pensionisäästu kogumaht tõusis 2,9

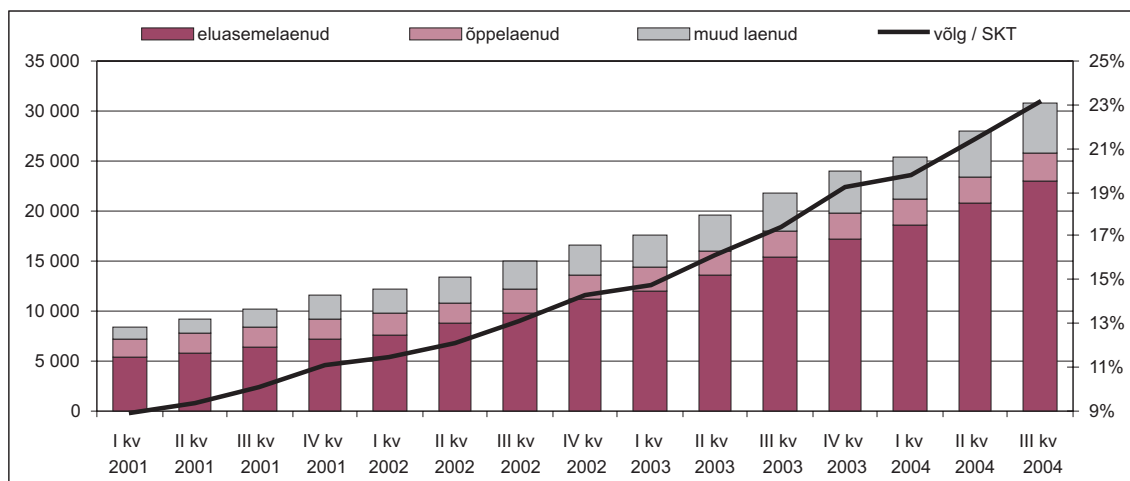
mld kroonini. Pensionisäästuks suunatud vahendite suurenemine 2004. a esimese üheksa kuu jooksul on ületanud majapidamiste tähtjaliste hoiuste kasvu, jäädes hoiuste kogumahu absoluutkasvule siiski veel alla. 2004. a septembri lõpus moodustas pensionisääst majapidamiste finantssäästust (v.a võlakirjad ja aktsiad) ligikaudu 11%. Seniste hoiustamissuundumuste jätkudes on võimalik, et see osakaal tõuseb 2005. aasta lõpuks juba 17–18%ni.

Üha suureneva võlakoormuse juures tuleb rohkem tähelepanu pöörata hoiuste kasvu järjepidevuse ja likviidsuse aspektidele. Tarbimise ja laenukohustuste kiire kasvu juures ei ole põhjust eeldada hoiustamise hoogustumist. Kui pankade likviidsusjuhtimise seisukohalt ei ole majapidamiste hoiuste tagasihoidlikul kasvul kriitilist mõju (v.a kaudsem mõju jooksevkonto puudujäägi ja makromajandusliku ebastabiilsuse kaudu), siis üksiku pere tasandil on tegemist vajaliku puhvriga võla teenindamisel tekkida võivate probleemide jaoks.

Majapidamiste võlg ja laenuteenindamise võime

Võlatase ja selle kasv

Majapidamiste laenuõudlus on 2004. aasta jooksul olnud tugevam kui eales varem. Toetatuna soodsatest laenuitingimustest on kuu jooksul välja antud **uute laenude maht** pidevalt suurenenud. 2003. a üheksa kuu jooksul oli majapidamistele antud uute laenude maht keskmiselt 800 mln krooni kuus; 2004. a samal perioodil anti igas kuus laene välja keskmiselt 1,2 mld krooni ulatuses. Septembri lõpus ületas majapidamiste **laenu- ja liisingujääk** 30 mld krooni piiri (vt joonis 2.10).



Joonis 2.10. Majapidamiste laenu- ja liisingujääk (mln kr) ja võlg SKT suhtes (parem telg)

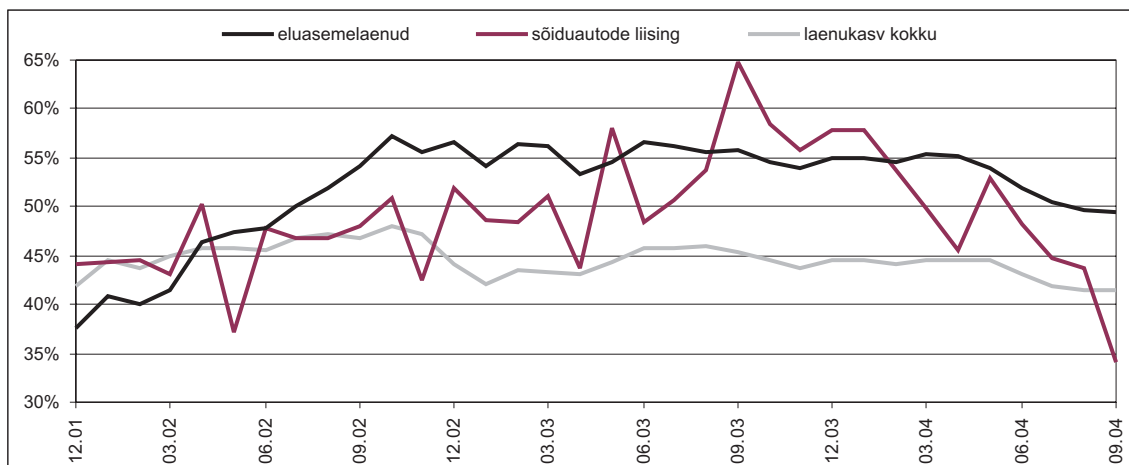
Kooskõlas 2004. aasta mai FSÜs esitatud hinnanguga hakkas **laenukasvutempo** 2004. a keskel aeglustuma, stabiliseerudes septembri lõpuks ligi kolme aasta tagusel tasemel (41,5%; vt joonis 2.11). Kerkinud baastasemete juures on lihtne prognoosida laenukasvutempo alanemist ka järgmisteks kuudeks. Eeldades 2004. aastaga võrreldavat laenumahu nominaalset suurenemist, jääb seniste arengutendentside jätkudes 2005. a lõpus majapidamiste laenukasv siiski 30% lähedale.

Pool aastat pärast möödunudkevadise FSÜ valmimisest võib öelda, et Euroopa Liiduga ühinemise rolli tugeva (eluaseme)laenuõudluse põhjendamisel sai suure tõenäosusega üle hinnatud (sama ei saa aga öelda eluasemete hinnatõusu kohta). Kiireid otsuseid laenuga finantseeritava eluasemeostu osas on põhjutanud eelkõige soodsad laenuitingimused ning kindlus sissetulekute jätkuvuse osas. ELiga liitumisega kaasnenud hinnatõusu kartus/lootus oli teisejärgulise tähtsusega, kuivõrd märkimisväärset korrektsiooni eluasemenõudluses ega -pakkumises ei ole liitumisjärgselt ilmnenu.

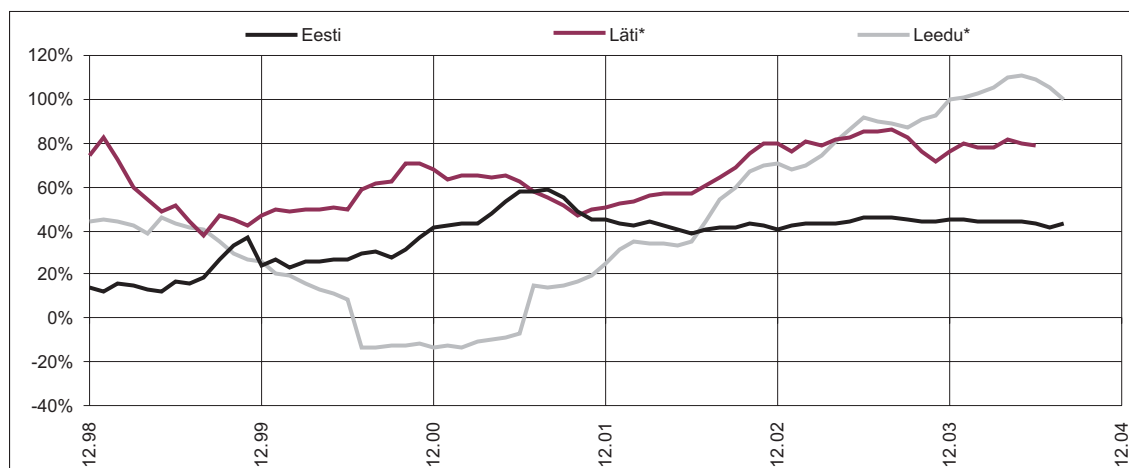
Võrreldes teiste Balti riikidega on Eesti laenukasvutempo tagasihoidlikum (vt joonis 2.12). Seevastu ületab 2004. a I poolaasta lõpus 21,4%ni ulatunud majapidamiste võlatase SKT suhtes Eestis tunduvalt

FINANTSSTABIILSUSE ÜLEVAADE, NOVEMBER 2004

Läti ja Leedu vastavaid näitajaid (vt joonis 2.13). Soome ja Rootsiiga võrreldes on omakorda Eesti võlatase oluliselt väiksem (vastavalt kaks ja kolm korda).

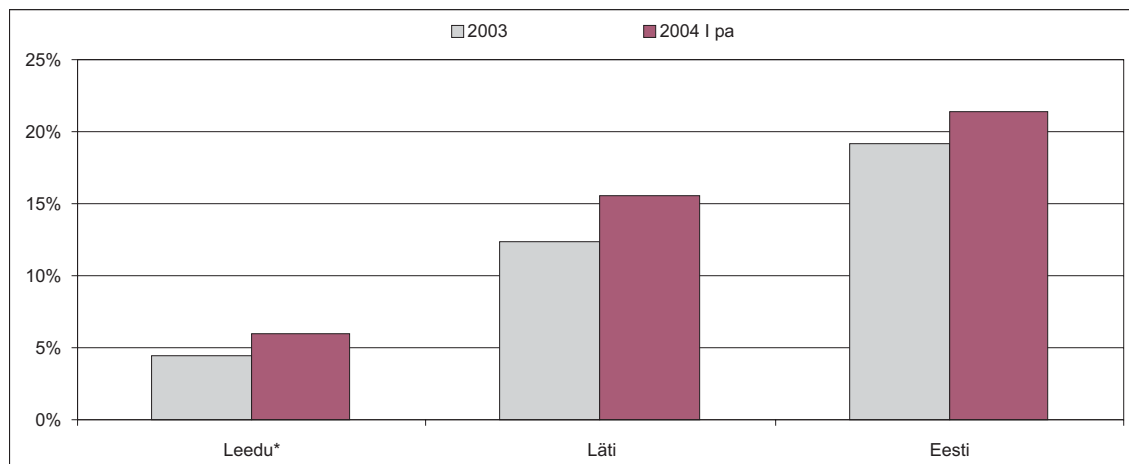


Joonis 2.11. Majapidamiste laenu ja liisingu aastakasv



Joonis 2.12. Majapidamistele antud laenude aastakasv Balti riikides

Allikas: keskpangad
* ilma liisinguta



Joonis 2.13. Majapidamiste võlg Balti riikides (% SKT suhtes)

Allikas: keskpangad
* ilma liisinguta

Eluasemelaenu

Eesti majapidamiste **võla struktuur** on üsna sarnane Põhjamaade omale. Eluaseme soetamiseks/renoveerimiseks võetud laenud moodustavad eraisikute laenujäägist peaaegu 75%, ühtlasi on tegemist laenu- ja liisinguportfelli suurima turuosaga (2004. a septembri lõpu seisuga moodustasid eluasemelaenu 29,5% reaalsektori laenu- ja liisinguportfelli; aasta varem – 26%).

2004. aasta üheksa kuu jooksul kasvas **eluasemelaenude maht** 6,7 mld krooni võrra, moodustades septembri lõpus 23 mld krooni. Liisingfinantseerimise osa eluasemete soetamisel on pidevalt kahanenud – septembri lõpus moodustas eluasemeliising 11% eluasemete soetamiseks kasutatud finantseerimise kogumahust.

TNS Emori 2004. aasta sügisel läbiviidud finantskäitumise uuringule ja turuosalistelt saadud teabele tuginedes on **eluasemelaenu klientide hulk** suurenenud aastaga ligikaudu 10 000 pere võrra. Eluasemelaenu/liisingut võtnud perede osakaal leibkondade koguarvust jääb alla 13%. Eelmise aasta septembri lõpuga võrreldes 7,6 mld krooni võrra kasvanud laenujääki ei saa seega üksnes uute klientide lisandumisega põhjendada. Eeldades, et keskmine uue eluasemelaenu suurus oli viimase 12 kuu jooksul 450 000 krooni, tuli laenujäägi kasv ligi 40% ulatuses olemasoleva klientuuri arvelt, kes vahetasid oma laenu suurema vastu või suurendasid laenusummat.

Eeldusel, et eluaseme vahetamise otsuseid ei langetata lühikese perioodi jooksul sageli⁴, võib järeldada, et selline protsess on ühekordne ja ajutine, mistõttu pikemas perspektiivis saab eluasemelaenu maht kasvada siiski peamiselt uute turule sisenejate arvelt. Madalamate sissetulekute rühma kuuluvate perede sissetulekute eeldatava kasvu põhjal ei saa samas prognoosida järsku laenumahu suurenemist. Seega võib turustruktuuris leida mõningaid argumente, mis räägivad laenuõudluse pidurdumise kasuks.

Lähiaastate laenuõudluse hindamisel on tähtis analüüsida praeguste eluasemelaenu klientide laenukoormuse suurendamise soove, mida võimaldab kinnisvaraomandi hinnatõus. Kuniks olemasolevate laenuklientide nõudluse ja hoiakute muutus on tundmatu suurus, on lähiperspektiivi analüüsis ja hinnangutes siiski põhjendatud lähtumine väljakujunenud tugeva laenuõudluse jätkumisest.

Tarbimisolaenu

Tarbimisolaenu moodustavad alla 17% majapidamiste võlast (koos õppelaenudega 25%), kusjuures tarbimisolaenudest omakorda 40% moodustab sõiduautode liising. Just vähenevat nõudlust sõiduautode liisimise järele võib pidada peamiseks teguriks, mis on aidanud aeglustada tarbimisolaenude kasvutempot.

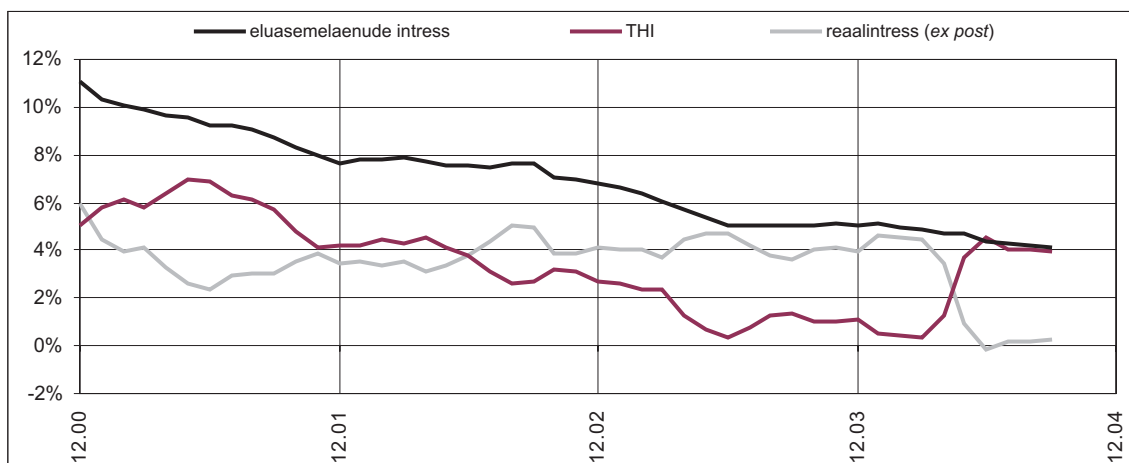
Samas võib majapidamiste finantskäitumise uuringute (TNS Emor) tulemuste põhjal väita, et lisafinantseeringuga tarbeesemete ostmine on taas populaarsust kogumas. Ühelt poolt tekitab nõudlust selliste laenutoodete järele oma kodu parendamisega kaasnev kodutehnika soetamise vajadus/huvi, teisalt kutsub tarbima kaupluste poolt agressiivselt pakutav 0%se intressiga järelmaks. Selliste kaupade puhul on aga tegemist siiski kas olematute (0%se intressiga järelmaks) või väga väikeste laenusummadega, mis tarbimisolaenude/liisingute portfelli suurusel olulisel määral ei mõjuta. Pankade järelmaksukaartide (nt EGO jt) kasutamise aktiivsus sõltub lähiperioodil tõenäoliselt eelkõige kaupluste pakutavatest soodsamatest alternatiividest.

Laenutingimused

Ligi aasta suhteliselt stabiilsena püsinud **uute eluasemelaenude keskmine intress** alanis juunis oluliselt ning stabiliseerus septembris 4,2% juures (vt joonis 2.14). Kui reaalinressid püsisid aastatel 2001–2003

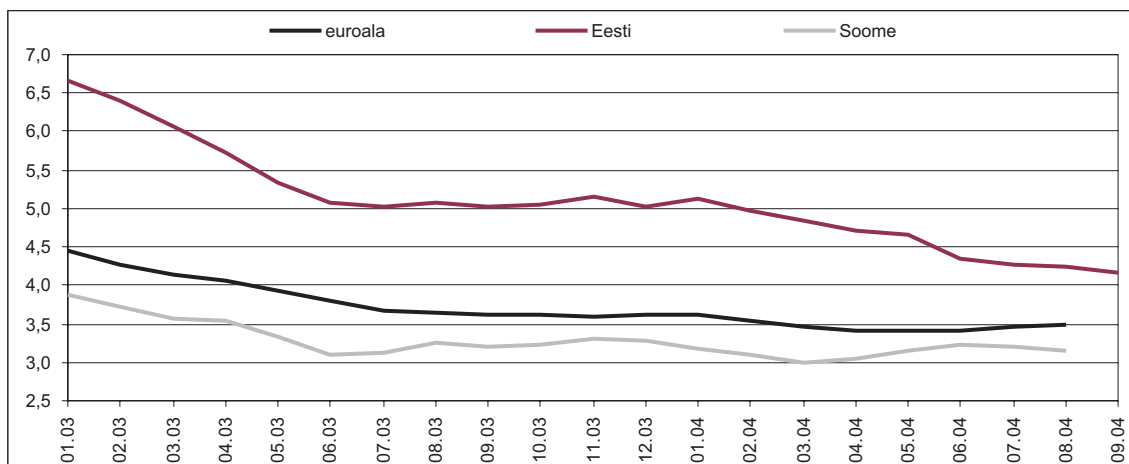
⁴ Samaväärsena laenupakumise seisukohalt saab käsitleda olukordi, kus kinnisvara kõrgem hind võimaldab kasutada piisavat omafinantseeringut kõrgemas hinnaklassis kinnisvara soetamiseks või suurendada kehtiva laenulepingu summat. Lihtsustatud eeldus jätab arvestamata teisenäo nimetatud võimaluse, mis hõlmab muuhulgas ka soetatud eluaseme renoveerimist.

tänu inflatsiooni pidevale alanemisele stabiilsena, siis ELiga liitumisega kaasnenud ajutine hinnakasv tõi kaasa *ex post* reaalintresside järsu vähenemise.



Joonis 2.14. Eluasemelaenu nominaal- ja reaalintressimäär ning tarbijahinnaindeks

Uute laenu intress Eestis on euroala keskmisega võrreldes pisut rohkem kui 60–70 baaspunkti võrra kõrgem, kusjuures intressierinevus on viimase aasta jooksul vähenenud praktiliselt kaks korda (vt joonis 2.15). Soomega võrreldes on Eestis antud eluasemelaenu siiski jätkuvalt rohkem kui protsendipunkti võrra kõrgema intressiga.



Joonis 2.15. Uute eluasemelaenu intressid Eestis ja euroalal (sh Soomes; %)

Tugevnenud konkurentsiga kaasnenud surve kliendibaasi laiendamiseks on aidanud kaasa laenu kättesaadavuse paranemisele. Selles aspektis saab märkida lisaks eelmainitud intressilangusele ka eluasemelaenu **tähtaegade** pikenemist. Eluasemelaenu **omafinantseerimise määr** püsis teadaolevalt kuni septembrini eelmiste perioodide tasemel. Keskmise LTV ehk laenusumma ja kinnisvara väärtuse suhe oli 70%, paremate elamispindade puhul 85%). KredExi garantiiliimi lõppemise järgselt pankade poolt turule pakutava asendustoote mõju portfelli LTVle sõltub sellest, kui palju laieneb sihtrühm võrreldes vastavate KredExi seatud tingimustega. **Minimaalse sissetuleku nõue** on eluaseme hinnataseme tõustes muutunud vähemoluliseks piiranguks. Pigem määrab laenu aktsepteeritavuse see, kas potentsiaalse kliendi rahavood suudavad kindlustada laenu teenindamise kulu.

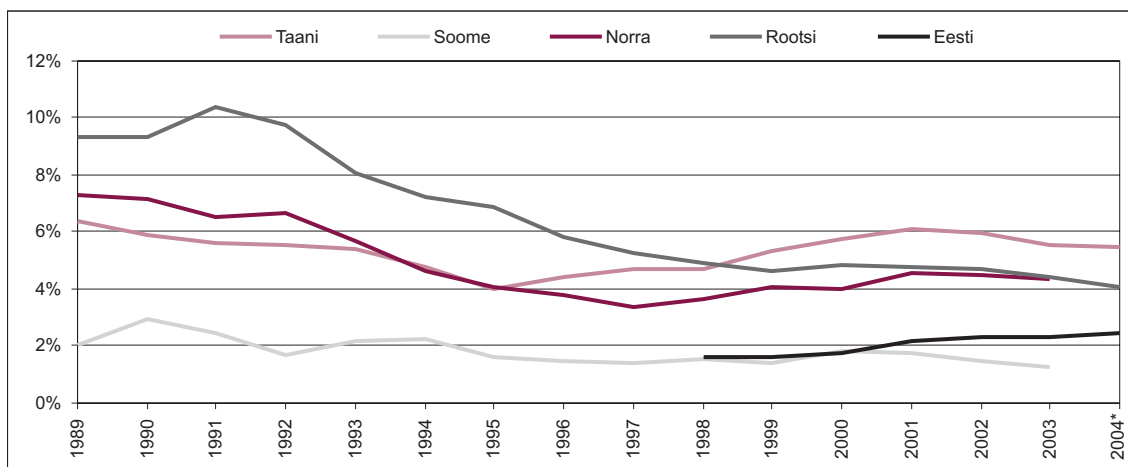
Riiklikud tugisüsteemid. Kiire eluasemelaenu kasvu juures väärib märkimist ka KredExi aktiivne tegevus garantiide väljastamisel. KredExi garantiiga väljastatud laenu kasvatempo jäi aga alla kõikide Eestis väljaantud eluasemelaenu kasvatempole, mistõttu KredExi osakaal uute laenu käibes alanen 2003. aasta lõpus 18,5%le⁵. Alates oma tegevuse algusest kuni 2003. a lõpuni on KredEx taganud eluasemelaenu 3,5 miljardi krooni mahus. Samal ajal kui garantiide väljamaksmist on KredExi tegevusaastate jooksul esinenud ainult paaril korral, on KredExi tulustruktuuris suurenenud eluasemegarantiid (33% tuludest saavutati 2003. a eluasemelaenu garanteerimisest, 2002. a oli vastav osakaal 26%).

Olukorras, kus ka turg on valmis pakkuma samadel tingimustel madalamat omafinantseeringut, võib arvata, et KredExi roll eluasemeturul hakkab vähenema. Samale arengule viitab ka valitsuse ettepanek suurendada seadusega määratud käenduste väljastamise limiiti ainult "põhjendatud" ulatuses ning otsus rakendada KredExi garantiitoodete kujundamisel konservatiivsemaid aluspõhimõtteid⁶.

Uute laenuklendi lisandumine tõi kaasa ka riigieelarvest tagastatava tulumaksu summa suurenemise 161 mln kroonini 2003. aastal. Tänu laenuintressi alanemisele vähenes keskmine intressitagastus 3500 kroonini eluasemelaenu kohta. Tulumaksutagastuste suhe kõikidesse eraisikute poolt pankadele ja liisinguettevõtetele makstud intressidest (sh tarbimislaenu) moodustas 2003. aastal 10%, aasta varem oli see 9%.

Majapidamiste laenuteenindamise võime

Eraisikute laenujäägi kiire kasv 2004. aastal on kaasa toonud ka **intressimaksete** hüppelise kasvu – esmakordselt ületasid majapidamiste makstud laenu- ja liisinguintressid kvartali baasil 500 mln krooni piiri. Sissetulekute stabiilse kasvu juures ei ole majapidamiste **intressikoormus** siiski oluliselt suurenenud, kerkides eelmise aasta lõpuga võrreldes 2004. a septembriks vaid 0,13 protsendipunkti võrra 2,5%ni. Põhjamaade (v.a Soome) ja euroala keskmisega võrreldes kulub Eesti majapidamistel laenuintressimaksetele keskmiselt kaks korda väiksem osa sissetulekutest (vt joonis 2.16). Samal ajal on Skandinaavia riikide võlatase kasutatava tulu suhtes koguni 3–5 korda suurem kui Eestis, mis kokkuvõttes viitab sellele, et Eesti laenuteenindamise kulu võib olla juba praegu suhteliselt kõrge.



Joonis 2.16. Majapidamiste intressikulu suhe kasutatavasse tulusse Põhjamaades ja Eestis

Allikas: keskpangad
* viimane olemasolev näitaja

⁵ KredExi aastaraamat 2003. Kuna antud arvutustes ei ole kasutatud liisingustatistikat, võib arvata, et see osakaal oli veelgi väiksem.

⁶ 2004. a septembri lõpus ammandus seadusega määratud 700 mln kroonine limiit käenduste väljastamisel. Oktoobri keskel kinnitas valitsus ettevõtuse toetamise ja laenu riikliku tagamise seaduse muutmise eelnõu, mille vastuvõtmisel Riigikogus suureneb KredExi tagatislimiit 950 mln kroonini (KredExi toel madalama omafinantseeringuga eluasemelaenu pakkumine võiks seega suureneda 4,75 mld kroonini).

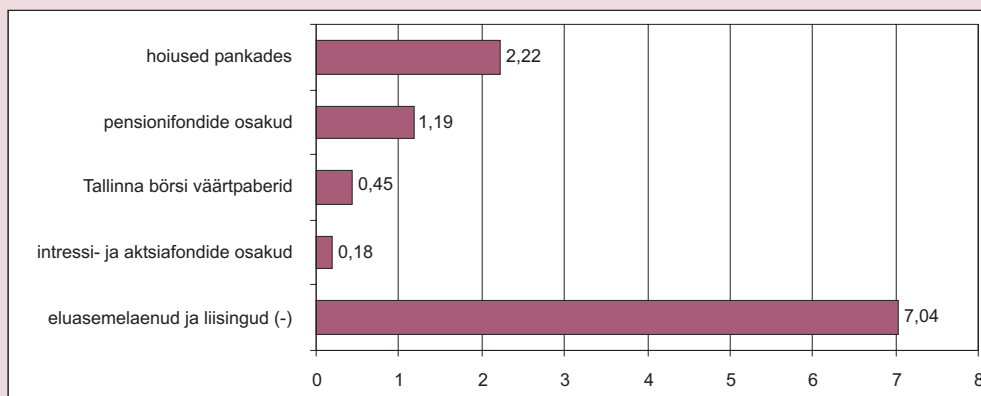
Majapidamiste sektori koondnäitajatest informatiivsem ja sisulisem on analüüsida üksikute perede tasandil toimuvaid arengutendentsi. TNS Emori 2004. a sügisel läbiviidud uuring näitas, et enamiku laenu võtnud perede **laenuteenindamise kulu** "jäab mõistlikkuse piiridesse" – igakuistele laenu- ja intressimaksetele kulub keskmiselt ligikaudu 18% pere kuusissetulekust. 23%l finantskohustusi omavatest peredest ületab laenuteenindamine 29% pere netosissetulekust. Probleemsemaks võib antud laenuteenindamise kulu ja netosissetulekute suhtarvu juures pidada kõige madalamate sissetulekutega peresid, kus laenu tagasimaksetele kulub oluliselt suurem osa pere eelarvest.

Euroopa Keskpank peab Euroopa majapidamiste krediidiriski hinnates viimase aasta kriitilisemateks suundumusteks ujuva intressimääraga laenude suurt osatähtsust, alanevaid marginaale ja uute eluaseme-laenude LTV suhte tõusu. Hetkel hästi kapitaliseeritud pankade jaoks võivad tõsisemad probleemid vallanduda juhul, kui samaaegselt peaks tööpuudus suurenema, eluasemete hinnad kukkuma ja intressid tõusma.

TAUSTINFO

ELUASEMENA KASUTATAVA KINNISVARA JA FINANTSVARADE TOOTLUS

Eluasemeturu kõrge aktiivsus, majapidamiste finantsvarade ja -kohustuste netopositsiooni kahanemine ning eluasemelaenude rekordiline väljastamine näitavad seda, et majapidamised vahetavad finantssäästusid eluasemeinvesteeringute vastu (vt joonis 2.17) ja kaasavad selleks ka aktiivselt laenuvahendeid.



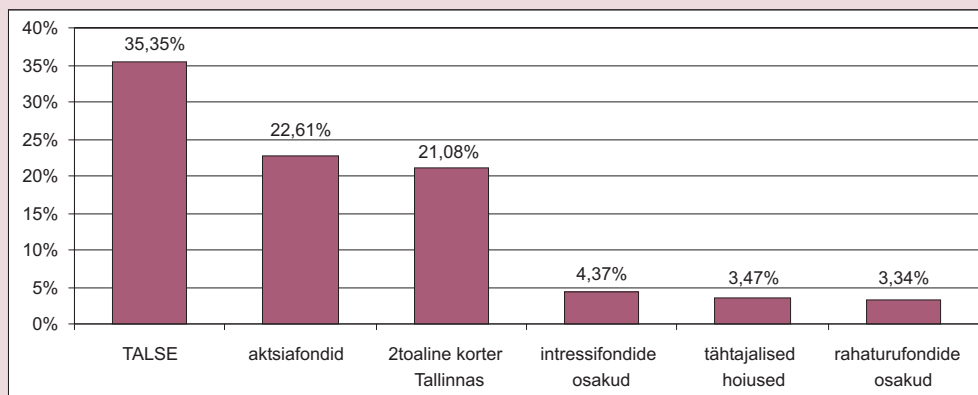
Joonis 2.17. Majapidamiste finantsvarade ning eluasemelaenude ja -liisingute netopositsioonide muudud perioodil II kv 2003 kuni II kv 2004 (mld kr)

Allikas: ESA; Eesti Pank

Kuna eluasemena kasutatav kinnisvara on pakkunud viimase viie aasta jooksul suhteliselt **kõrget tootlust**⁷ (vt joonis 2.18) ja laenude kättesaadavus on paranenud, siis võib majapidamiste käitumist igati ratsionaalseks pidada. Investeerimisotsuste puhul hinnatakse lisaks tootlusele aga ka kaasnevat riski ehk **tootluse volatiilsust** ning valitakse vastavalt riskivalmidusele sobiva tootluse-riski suhtega investeering. Seetõttu on käesoleva lühianalüüsi

⁷ Eluasemena kasutatava kinnisvara tootlus on arvatatud tehinguhindade põhjal, mis sisaldavad üksnes kapitalitulu, jättes arvestamata võimalikke üürituluseid või seda, et majapidamised saavad eluaseme tarbimisel sellest ise mitterahalist tulu.

eesmärgiks võrrelda eluasemena kasutatava kinnisvara ja finantsvarade riskiga korrigeeritud tegelikke tootlusi ajavahemikul 1999–2004⁸.



Joonis 2.18. Eluasemena kasutatava kinnisvara ja finantsvarade keskmised nominaalsed tootlused ajavahemikul 1999–2004

Allikas: ESA; Eesti Pank

Üheks võimaluseks investeringute võrdlemisel on **Sharpe'i suhtarv**. See saadakse uuritava vara ja riskivaba investeringu keskmiste tootluste vahe ehk riskivaba investeringut ületava osa jagamisel tootluse volatiilsuse ehk standardhälbega. Seega väljendab Sharpe'i suhtarv riskivõtmise eest saadavat tulu ühe riskiühiku kohta.

Tallinnas asuva rahuldavas seisukorras kahetoalise korteri ja finantsvarade tootluste pealt arvatud Sharpe'i suhtarvude põhjal (vt tabel 2.1)⁹ selgub, et viimase viie aasta kokkuvõttes on kõige suuremat riskipreemiat kandnud keskmiselt intressifondide osakud, mille tootlus on aktsiate ja eluasemetega võrreldes küll madal, kuid stabiilne. Teise parima tootluse-riski suhtega on Tallinna Börsil noteeritud väärtpaberid, millele ei jää oluliselt alla kahetoaline korter Tallinnas ning aktsiafondide osakud.

Tabel 2.1. Eluasemena kasutatava kinnisvara ja finantsvarade riski ja tootlust iseloomustavad näitajad ajavahemikul 1999–2004

	Keskmine tootlus	Standardhälve	Sharpe'i suhtarv
2toaline korter Tallinnas	21,08%	0,175	1,004
Tallinna Börsi indeks TALSE	35,35%	0,292	1,092
Aktsiafondide osakud	22,61%	0,192	0,999
Intressifondide osakud	4,37%	0,007	1,271
Rahaturufondide osakud	3,34%	0,011	-0,115

Sharpe'i suhtarvude tõlgendamisel tuleb arvestada, et kasutatakse realiseerunud tootlusi, mistõttu pole tulemusi soovitatav kasutada tulevikku suunatud investeerimisotsuste tegemisel. Näiteks on eluasemete hinnakasvu puhul tegemist olnud osaliselt ülemineku majandusele omase hindade kohandumise protsessiga. Arvestades seda, et uusehitiste korterite hinnad

⁸ Sisukate tulemuste saamiseks peaks vaatlusalune periood katma vähemalt üht majandusüksit kogu ulatuses, mida aga antud ajavahemiku kohta eeldada ei saa.

⁹ Riskivaba investeringuna käsitletakse valitsuse kroonis nomineeritud võlakirjade puudumisel tähtajalisi hoiuseid.

ületavad vanemate elamute heas korras eluruumide hindasid Tallinnas nabi kolmandiku võrra, võib järeldada, et viimaste amortisatsiooniga korrigeeritud asendamisväärtus on tänase hinnatasemega saavutatud, mistõttu hinnatõus ei pruugi samas tempos jätkuda.

Samuti tuleb arvestada, et lisaks tootlusele ja riskile on kinnisvara- ja finantsinvesteeringute vahel veel mitmeid olulisi erinevusi. Erinevalt finantsvaradest tuleb kinnisvara puhul arvestada amortisatsiooniga, mis investeeringu turuväärtust aegamööda kahandab. Teiseks iseloomustab kinnisvaratehinguid madal likviidsus, mis on tingitud sellest, et iga objekt on omanäoline ning tegu pole ühetaoliste kaupade turuga, mistõttu müügiprotsess on tunduvalt keerulisem ja pikaajalisem kui näiteks väärtpaberite puhul. See tähendab, et vara ei pruugi õnnestuda müüa alati siis, kui selleks vajadus tekib. Samuti tuleb kinnisvara puhul arvestada kõrgemate tehingu- ja halduskuludega. Kõik need tegurid lisavad kinnisvarainvesteeringutele riskantsust, millega pole ülaltoodud analüüsis arvestatud.

Investeeringute efektiivset ehk tegelikku tootlust mõjutab ka nende erinev käsitlemine maksustamisel. Kui eluase või maa soetatakse laenu abil ning omandatakse enda või oma lähimate sugulaste tarbeks, siis on Eesti maksuseaduste kohaselt võimalik tasutud laenu- või liisinguintressid maksustatavast tulust maha arvata, mis tõstab laenu või liisingu abil finantseeritavate kinnisvarainvesteeringute efektiivset tootlust ning motiveerib majapidamisi laenu või liisinguga kinnisvara omandama. Samuti ei kuulu tulumaksuga maksustamisele kinnisvara võõrandamisel teenitud kasum juhul, kui maksumaksja kasutas seda võõrandamiseni oma alalise või peamise elukohana. Väärtpaberite võõrandamisel teenitud kasum kuulub tulumaksuga maksustamisele. Mainitud asjaolud tõstavad eluasemena kasutatava kinnisvara efektiivset tootlust.

Kokkuvõtteks võib öelda, et võrreldes eluasemena kasutatava kinnisvara ja erinevate finantsvarade tootluse-riski suhet Sharpe'i suhtarvu kaudu aastatel 1999–2004, võib Tallinna Börsil noteeritud väärtpaberitest koosnevat väärtpaberiportfelli ja rahuldavas seisukorras kahetoalist korterit Tallinnas pidada samaväärseteks investeeringuteks. Seega ei kujutanud eluaseme soetamine investeeringuna endast selle perioodi keskmise riskipremia järgi otsustades tingimata parimat alternatiivi. Eluasemehindade kasvu taga on olnud suuresti hindade ühekordne struktuurne kohandumine, mis on tänaseks päevaks eeldatavasti lõppenud. Seetõttu võivad kinnisvara realiseerunud tootluste põhjal tehtud majapidamiste investeerimisotsused osutada tuleviku suhtes liiga optimistlikeks.

KINNISVARA HINNATASE JA MAJANDUSKASV

Pankade aktiivne tegevus eluasemeturu tehingute finantseerimisel tõstatab küsimuse, kas kinnisvara hinnakasv või väljakujunenud hinnatase kujutab endast ohtu pankade laenuportfelli kvaliteedile. Teadmine, et viimase aasta jooksul on Tallinna "magalapiirkondades" asuvate korterite hinnad kasvanud 10–15% võrra, ei anna vastust hindade liiase kasvu või hinnamulli osas. Vastuse leidmiseks on oluline suhestada väljakujunenud hinnataset elanikkonna sissetulekutega ja kõrvutada mõlema näitaja kasvukiirusi. Kahjuks teevad siirdemajandusele omased struktuurimuutused hinnangu andmise keeruliseks – hinnastruktuur on olnud oluliselt erinev arenenud riikidest ning kaupade ja toodete hinnakasvud on pärast rahareformi olnud väga erinevad. Samasugune olukord on ka kinnisvaraliikide hindade osas, kus mõne segmendi ennakkasv võib olla hoopis struktuuri kohandumine ja on seetõttu raskesti eristatav turuhälbest.

Pikaajalise hinnakasvu hindamisel on oluliseks taustateguriks Eesti majanduse ühtlustumine ELi keskmise tasemega. Samas on väga raske määratleda ELi keskmist kinnisvara hinna-

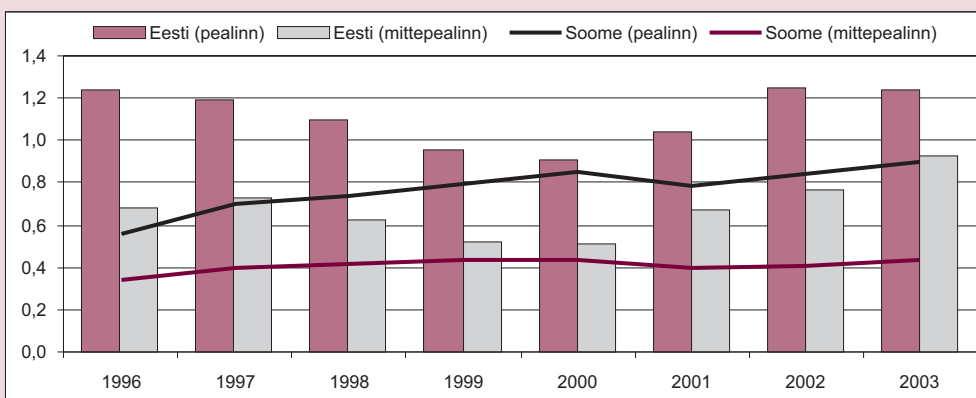
taset ja seetõttu võiks lihtsustamiseks võtta pikaajalise kasvu lõppeesmärgiks Soome hinna- ja tulutaseme ning samuti hinnastruktuuri (sh ka kinnisvarahinnad). Kõrvutades Eesti ja Soome majanduse põhilisi nominaalnäitajaid, oli 2003. aastal tulunäitajate erinevus umbes viiekordne ja tarbijahindade puhul enam kui kahekordne. Samas oli kinnisvarahindade puhul pealinnade eluasemete ruutmeetri hinnatasemete erinevus 4,2kordne ja mittepealinnas 2,8kordne¹⁰ (vt tabel 2.2). Seega kulub Eesti elanikul ühe ruutmeetri kinnisvara ostmiseks võrreldes põhjanaabriga suurem osa sissetulekust/palgast. Samas on kinnisvara pigem suletud sektori kaup ning võrreldes auto- või toiduhindadega rohkem mõjutatud nominaalse sissetuleku tasemest.

Tabel 2.2. Soome ja Eesti majanduse nominaalnäitajate erinevus kordades

	1997	2000	2003	2006	2010	2020
SKT inimese kohta	7,7	6,3	4,9	4,3	3,6	2,3
Keskmine palk	8,8	7,2	5,8	5,0	4,2	2,6
Hinnatase tarbijakorvi järgi	2,8	2,5	2,4	2,3	2,1	1,8
Pealinna kinnisvarahind	5,1	6,7	4,2	3,6	3,0	2,0
Mittepealinna kinnisvarahind	4,8	6,1	2,8	2,5	2,3	2,0

Viimase kaheksa aasta jooksul on Tallinnas eluasemena kasutatava kinnisvara hind kasvanud üle 2,5 korda ning Eesti keskmine palk ligi 3 korda. Nende kasvude erinevust võiks pigem pidada struktuuri kohanemiseks kui hälbeks: näitajad, mille suhteline erinevus Soomega on suurim, peaksid kasvama ka kiiremini. Võttes aluseks majanduskasvule (SKT reaalkasv) 5% vastava pikaajalise hinnataseme ühtlustumise põhjal leitud THI 3,9%se kasvu ja eeldades, et palga osatähtsus SKTs ei muutu, peaks Eesti nominaalne SKT inimese kohta ja palk kasvama 2020. aastaks üle nelja korda ning tarbijahinnad ligi kaks korda. Kui eeldada, et Soome inflatsioon on 2% ja majanduskasv 2,5%, siis sissetulekute erinevus kahaneb 2,3kordseks ja hinnataseme erinevus 1,8kordseks.

Kinnisvarahindade puhul on ettevaatava hinnakasvu leidmine keerulisem ning selle hindamisel tuleb teha mitmeid eeldusi. Viimasel viiel aastal on Helsingi eluaseme ruutmeetrihinna ja Soome keskmise palga suhe olnud keskmiselt 0,85. Vastav näitaja Tallinna puhul oli 2003. aastal 1,24 (vt joonis 2.19) Kui eeldada, et 2020. aastaks peaks vastav näitaja Eesti puhul olema ka 0,85, siis vahepealsel perioodil kasvaks kinnisvara hind Tallinnas kolm korda ehk veidi üle 6% aastas.¹¹ See näitaja ületab küll tarbijahindade kasvu, kuid jääb alla nii keskmise



Joonis 2.19. Eluaseme ruutmeetrihinna suhe riigi keskmisesse kuupalka

¹⁰ Tallinna hinnatasemeks on võetud Õismäe korterid (iseloomustab kõige paremini kesklinna ja äärelinna keskmiist) ja mittepealinna hinnatasemeks Tartu.

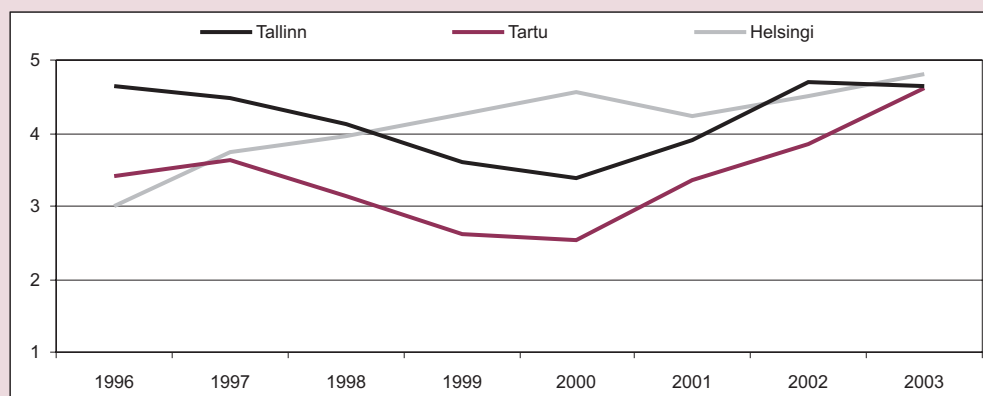
¹¹ Kuna Soome eluaseme keskmine ruutmeetrite hulk on Eesti omast 40% suurem, siis antud hinnakasv eeldab eluaseme suuruse ühtlustumist.

palga kasvule kui nominaalsele majanduskasvule ning SKT struktuuri samaks jäämisel ka ettevõtete kasumi kasvule.

Kui aga arvestada, et Tallinna eluaseme kvaliteet on Helsingiga võrreldes kehvem ehk lisades Tallinna praegusele hinnatasemele renoveerimiskulu (hinnanguliselt 3000 krooni ruutmeetri kohta), siis on vaadeldava perioodi aastane hinnakasv umbes 4,5% (ehk natuke kõrgem tarbijahinna kasvust). Lisaks sellele on Tallinna elanike arv väiksem ja seetõttu madalamast kontsentratsioonist tulenevalt peaks Tallinna kinnisvarahind olema sama sissetulekutaseme juures madalam kui Helsingis. Seega on kinnisvara hinnakasvu raske hinnata, kuid tõenäoliselt jääb see tarbijahinna kasvu ja sissetulekute kasvu vahele. Hinnakasv sõltub suuresti struktuursetest muutustest: mida väiksemad on struktuursed muutused, seda lähemal peaks kasv olema sissetulekute kasvu tasemele.

Nagu eespool välja toodud, ei ole rahareformijärgsel perioodil piisanud Eesti keskmisest palgast näiteks Öismäel ühe ruutmeetri eluaseme soetamiseks.¹² Ajalooliselt suhteliselt kõrge hinnatase on osaliselt tingitud siirdemajanduse fenomenist, kus uue eluaseme ehitamise kulu on ületanud vana eluaseme soetamise ja selle renoveerimise koondkulu (ehk amortisatsiooniga korrigeeritud asendusväärtuse). 2002. aastast alates selline hinnastruktuuri fenomen Tallinna puhul enam ei kehti ning uute eluasemete lisandumine omab kinnisvara hinnakasvu pidurdavat iseloomu. Samas kehtib see veel Tallinnast väljaspool asuva kinnisvara osas ning seetõttu ei ole nende hinnatase hästi võrreldav.

Kinnisvarahindade muutuste analüüsis kasutatakse keskmise eluaseme maksumuse ja keskmise sissetuleku võrdlust ehk "taskukohasuse" (*affordability*) näitajat (keskmine eluasemehind / keskmine aasta sissetulek). Tallinna ja Helsingi vastav näitaja on mõlema puhul olnud alates 2002. aastast vahemikus 4,5–5¹³ (vt joonis 2.20). Kuigi laenuhüppa pikenemine on "taskukohasuse" näitaja taset tõstnud, peetakse seda taset rahvusvaheliselt suhteliselt kõrgeks – loomulik tase peaks olema alla 4. Seetõttu peaks keskpikas ajahorisondis kinnisvara hinnakasv (nii Tallinnas kui ka Helsingis) olema pigem aeglasem kui sissetulekute kasv, vastupidise arengu puhul tuleks saavutatavat hinnataset pidada ülehinnatuks või koguni kinnisvaramulliks.



Joonis 2.20. Keskmise eluaseme maksumuse suhe vastava piirkonna keskmisse aasta-palka

¹² Kinnisvaraspetsialistid peavad hinnataseme "rusikareegliks", et kuupalga eest peaks saama soetada ruutmeeter eluaset.

¹³ Eesti keskmine eluaseme pindala on 54 m² ja Soomes 77 m². Tallinna keskmine palk ületab Eesti keskmist 20% ja samasugust suhet on arvestatud ka Soome puhul.

Eelnevat kokku võttes oli 2003. aasta lõpus Tallinnas eluasemena kasutatava kinnisvara hinnatase sissetulekute suhtes ajalooliselt üks kõrgemaid. Kui käesoleval ja järgnevatel aastatel jätkub eelmiste aastatega sarnane areng, kus kinnisvara hinnakasv ületab sissetulekute kasvu, siis eluasemena kasutatava kinnisvara hinnatase võib kujuneda põhjendamatult kõrgeks, mis mõjub negatiivselt nii majanduskasvule (näiteks väheneb tööjõuturu mobiilsus, kõrgem laenuteenindamise kulu vähendab tarbimist ja seeläbi majanduskasvu jne) kui ka kinnisvaraturu arengule (väheneb turulikviidsus, pole välistatud hinnalangus).

III

PANGASEKTORI STABIILSUS JA RISKID

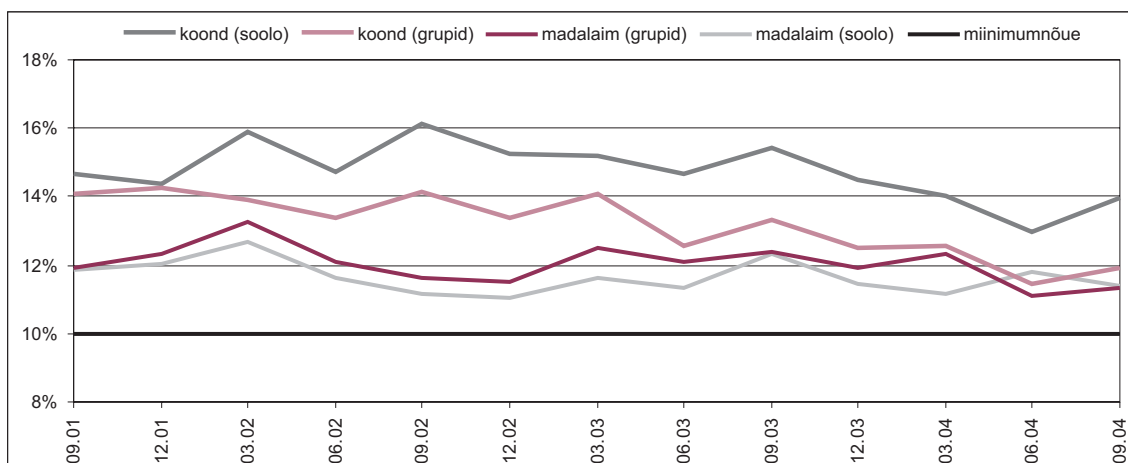
■ Pangandusturu strateegiline areng

Konkurents Eesti pangandusturul on jätkuvalt tihe. Eestis varem tegutsenud kuuele litsentseeritud krediidasutusele¹ ning kahele filiaalile lisandus juunis Finantsinspeksioonilt filiaali avamiseks loa saanud Vereins- und Westbank AG, kes on Eesti ettevõtete finantseerimises varemgi osalenud. Euroopa Liiduga liitumine tõi endaga oodatult kaasa ülepiirilisi pangandusteenuseid pakkuda soovijate registreerumise: III kvartali lõpu seisuga oli Finantsinspeksioon registreerinud enam kui 45 sellekohast sooviavaldust.

Eesti kohaliku pangandusturgu on nii II kui III kvartalis iseloomustanud agressiivne võitlus turuosade pärast. Samaaegselt on Eestis tegutsevad krediidasutused jätkanud võimaluste otsimist, laiendamaks **tegevust välisurgudel.** Hansapank teatas septembris Moskvas sõlmitud lepingust Kvest panga ostuks. Tehingu jõustumine sõltub heakskiidu saamisest Venemaa keskpangalt ja Eesti Finantsinspeksioonilt.

■ Kapitali adekvaatus

Kuigi Eestis tegutsevate krediidasutuste **kapitali adekvaatsuse koondnäitaja** on soolo arvestuses aasta esimeses pooles näidanud pigem langustrendi (vt joonis 3.1), jõudes juuli lõpuks 12,8%ni, on areng olnud pankade lõikes erinev ning auditeeritud kasumite kaasamine omavahendite hulka tõstis kapitali adekvaatsuse koondnäitaja augustis 14,2%ni. Septembri lõpuks taandus koondnäitaja krediidiportfellide kasvu mõjul 14,0%ni (Tier 1 adekvaatus 13,3%).



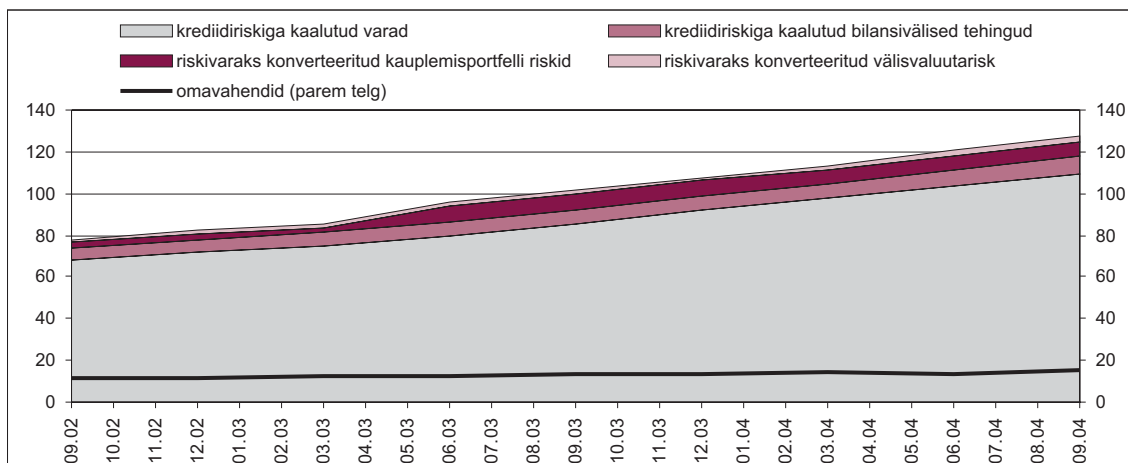
Joonis 3.1. Kapitali adekvaatus

Pankade **riskivarade** aastakasv on soolo arvestuses suveperioodil taas kiirenenud. Pankade riskivarade kasv ulatus septembris 23%ni, mis viis riskivarade koondmahu septembri lõpuks 85 mld kroonini. Alates maist võimaldab Euroopa Liidu laienemine kohaldada nõuetele uute liikmesriikide residentide suhtes senisest kohati madalamaid riskikaale.

¹ AS Preatoni Pank kannab alates juunist ärinime AS SBM Pank.

Pangagruppide riskivarad olid III kv lõpuks kasvanud 128 mld kroonini (aastane kasv 26%; vt joonis 3.2). Pangagruppide kapitali adekvaatsuse koondnäitaja² kasvas III kvartalis taas 11,9%ni (Tier 1 adekvaatsus 11,4%), kuna riskivarade kasvu mõju taandas omavahendite koosseisu arvestatud tugev kasum.

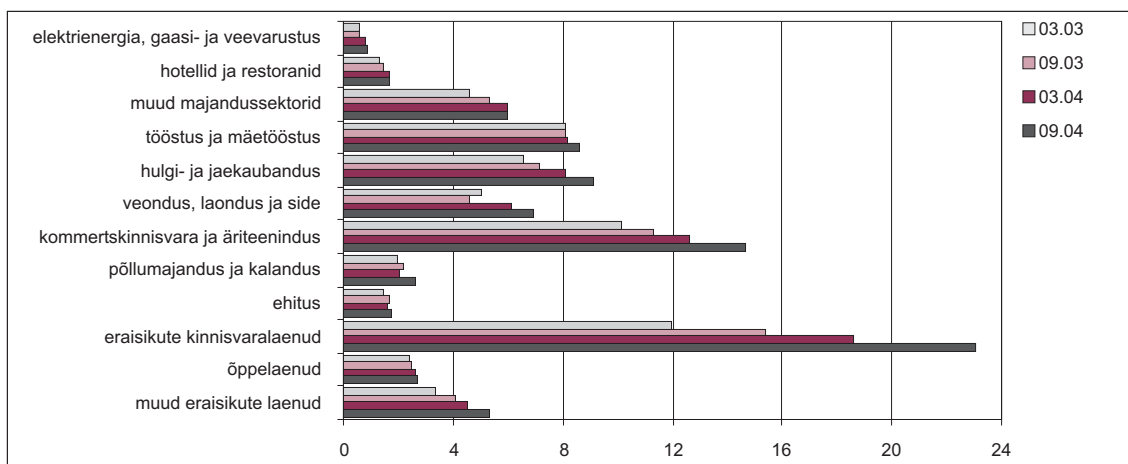
Ühegi Eestis litsenseeritud krediidasutuse kapitali adekvaatsuse suhtarv ei ole käesoleval aastal langenud ei soolo ega konsolideeritud baasil arvestatuna alla 11% taseme.



Joonis 3.2. Pangagruppide riskivarade struktuur ning omavahendid (mld kr)

Varade kvaliteet

Nagu nähtub ka ülaltoodud riskivarade arengutendentsidest, on pankade laenuportfellide kiire kasv jätkunud nii II kui ka III kvartalis (vt joonis 3.3) ning seda nii soolo kui konsolideeritud arvestuses. Pangalaenude kasv ulatus septembris soolo arvestuses 41%ni³, pangagruppide antud laenude ning liisingu koondportfell kasvas nelja kvartaliga enam kui 34% võrra.

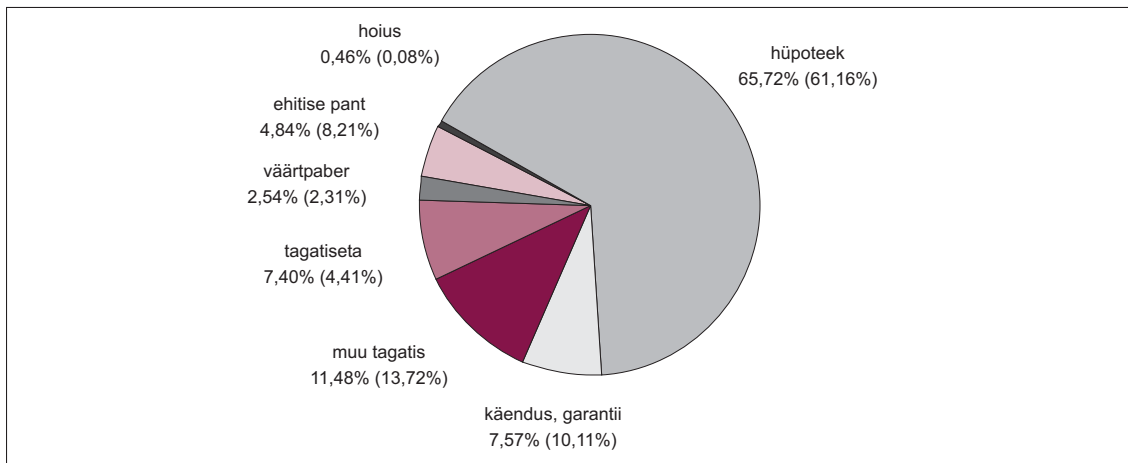


Joonis 3.3. Finantseerimine Eestis: laenude, liisingu ja faktooringu koondportfell (mld kr)

² Viie pangagrupi koond.

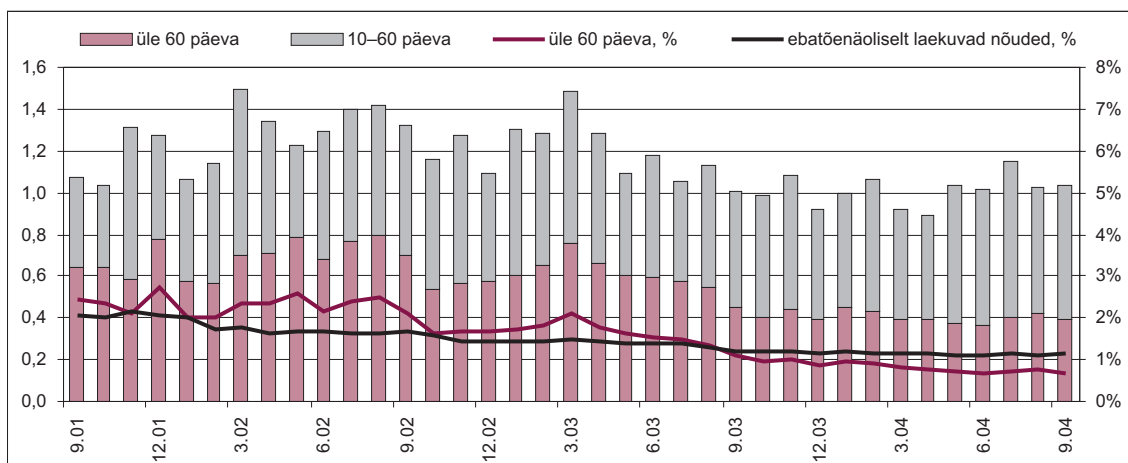
³ Arvestusse kuulub kuus krediidasutust ning 2003. a võrdlusperioodil üks filiaal, 2004. a kolm filiaali.

Eluasemelaenuportfelli kiire kasv kajastub ka **pangalaenude tagatiste** struktuuris (vt joonis 3.4). Aastaga on hüpoteegiga tagatud laenude osatähtsus koondportfellis⁴ kasvanud 5 protsendipunkti võrra ehk kahe kolmandikuni. Tagatiseta laenude jäägist moodustasid septembri lõpus ligi kolmandiku eraisikute arvelduskrediit ning tarbimislaenud.



Joonis 3.4. Pangalaenude tagatised 2004. a septembri lõpus (sulgudes 2003. a septembrilõpu näitajad)

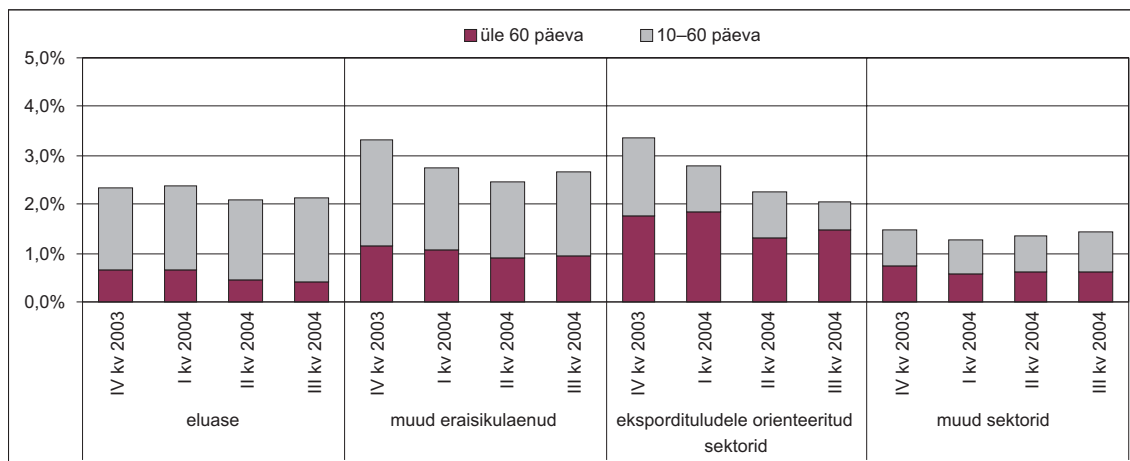
Pangasektori laenuportfelli kvaliteedinäitajad ei ole koondarvestuses kiire laenukasvu tempo juures seni üldiselt halvenemistrendi näidanud. Soolo arvestuses on **üle 60päevaste viivislaenude** osatähtsus mittefinantssektorile antud laenude hulgas taandunud III kvartali lõpuks 0,7%ni ehk 0,1 protsendipunkti madalamale tasemele kui libiseva aasta keskmine (vt joonis 3.5). **Ebatõenäoliselt laekuvaks hinnatud nõuded** moodustasid septembri lõpus koondlaenuportfelist 1,2%, mis on viimase 12 kuu keskmine näitaja.



Joonis 3.5. Viivislaenude maht (mld kr; vasak telg) ja viivislaenude ning ebatõenäoliselt laekuvaks hinnatud nõuete osatähtsus pankade laenuportfellis (parem telg)

Eestis tegutsevate krediitiasutuste soolo arvestuse koondvaatest ilmneb, et viivislaenude osas on taandumistrendi jätkanud eluasemelaenude portfelli üle 60päevaste viivislaenude osakaal (vt joonis 3.6). Siinkohal tuleb arvestada ka eluasemelaenude portfelli kiiret kasvu. Ettevõtete osas on üle 60päevaste viivislaenude osakaal jätkuvalt kõrgeim ekspordile orienteeritud ettevõtetele antud laenude hulgas, peamiselt on tegemist töötleva tööstuse ettevõtetele antud laenudega.

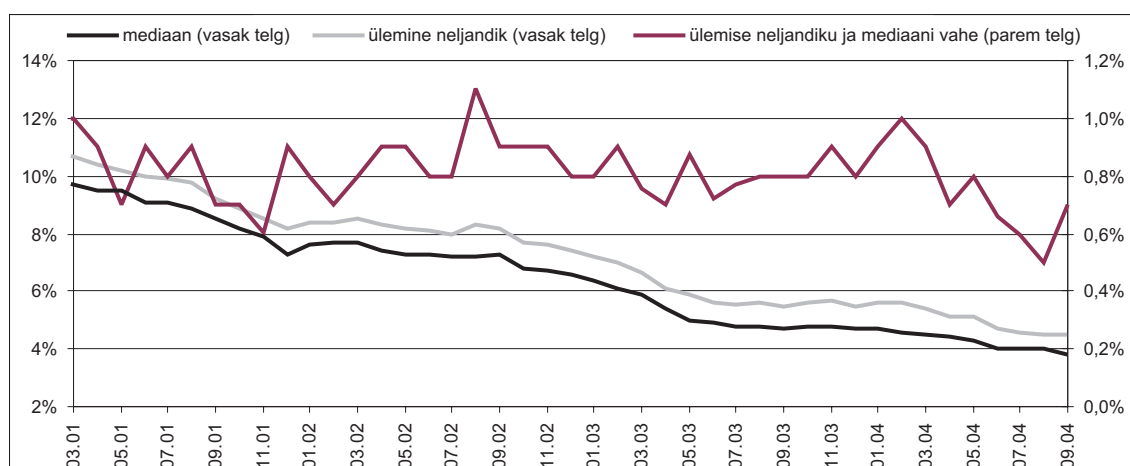
⁴ Soolo arvestus.



Joonis 3.6. Viivislaenu osakaalu dünaamika majandussektorite lõikes

* kolme kuu keskmine

Tihenev konkurents on toonud kaasa riskimarginaalide alanemise ka riskantsemates kliendisegmentides. III kvartali keskmisena jäi eluasemelaenude **käibe mediaanintressi ja intresside ülemise neljandiku** vaheks siiski 0,6 protsendipunkti (vt joonis 3.7).



Joonis 3.7. Eluasemelaenude mediaanintress ja intresside ülemine neljandik

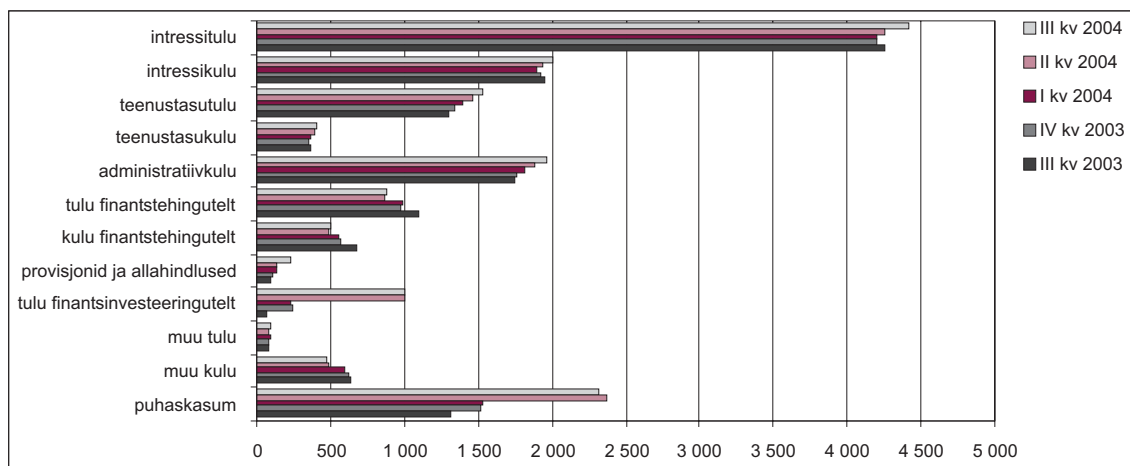
Pankade väljastatud **garantiide** maht on jätkanud kasvu finantseerimiskasvust mõnevõrra aeglasemas tempos. Ligi kolmandiku väljastatud garantiide mahust moodustasid septembri lõpus jätkuvalt ehitussektorile antud garantiid. Poolaasta võrdluses on mõnevõrra kasvanud transpordi- ja sideettevõtetele antud garantiide osatähtsus.

■ Efektiivsus ja kasumlikkus

Pankade soolo kasumlikkus

Laenuportfelli jõuline kasv ning marginaalide languse aeglustumine on loonud head eeldused pankade tulukuse kasvuks. Paraku on laenu netoallahindlus- ja halduskulude tõus ning finantstehingutelt teenitud netotulu tagasihoidlikum kasv nende tegurite mõju põhitegevuse kasumile pärssinud.

Pangad teenisid libiseva aasta arvestuses kasumit 2,32 mld krooni, mis on koguni 75% võrra parem kui mullune tulemus (1,32 mld krooni; vt joonis 3.8). Rekordiliselt tugeva kasumi taga on II kvartalis teenitud dividenditulu tütarettevõtete eelmise aasta kasumilt.



Joonis 3.8. Pankade soolo aastakasum (annualiseeritud näitaja; mln kr)

Intressitulud suhtena intressikandvatesse varadesse on võtnud 2003. aasta teisest poolest järsema langusnurga, kuid pangad on suutnud seda arengut viimase kuue kuu jooksul edukalt kontrollida (vt tabel 3.1). Koos tulubaasi jõulise kasvuga on see intressituludisid toetanud. Teiselt poolt jätkub likviidsetelt vahenditelt teenitavate tulude kahanemine, mille taga on nii likviidsete varade osakaalu suhteline kahanemine kui likviidsuspuhvrite struktuuri muutumine.

Tabel 3.1. Olulisemad tulu- ja kulukirjed (soolo)

	2001	2002	III kv 2003	2003	I kv 2004	II kv 2004	III kv 2004
Netointress	2 182,4	2 370,5	2 300,1	2 280,7	2 300,4	2 323,8	2 406,1
Netoteenustasu	779,7	869,2	939,2	986,5	1 023,7	1 077,3	1 116,5
Halduskulu	-1 583,9	-1 757,8	-1 748,4	-1 764,8	-1 815,5	-1 881,0	-1 965,7
STRUKTUURNE KASUM	1 378,3	1 481,9	1 491,0	1 502,5	1 508,5	1 520,1	1 557,0
Laenukahjumid, ümberhindlus	-84,4	-136,5	-99,8	-101,8	-131,4	-135,5	-236,3
Netotulu finantstehingutelt	443,2	359,5	428,6	404,2	421,2	385,2	375,6
Muu tulu põhitegevusest (neto)	-128,1	-142,1	-119,9	-114,4	-83,5	-82,0	-71,2
KASUM PÕHITEGEVUSEST	1 608,9	1 562,8	1 699,8	1 690,6	1 714,9	1 687,8	1 625,1
Muu netotulem	74,5	-409,6	-380,8	-177,9	-189,5	684,1	693,7
PUHASKASUM KOKKU	1 683,4	1 153,2	1 319,0	1 512,6	1 525,4	2 371,9	2 318,9

Intressikulude kahandamise võimalused on muutunud aga järjest ahtamaks, mis on ootuspäraselt viinud intressikandvatelt kohustustelt kantud intressikulude alanemise aeglustumisele 2004. aasta teisel poolel. See kehtib nii laenude, võlakirjade kui nõudmiseni hoisusena kaasatud vahenditega seotud kulude kohta.

Paralleelselt netointressitulu paranemisega teenitakse järjest suurem osa tuludest **teenustasutuludena**, millest pole põhitegevusega teenitud kasumi kasvatamiseks siiski piisanud. Tulenevalt laenude allahindlusning halduskulu tõusule pöördumisest on põhitegevusest teenitud kasum kahanenud. Põhitegevusest teenitud kasumit pole toetanud ka netotulu finantstehingutelt, mis on finantsturgude ebakindlusest tingituna jäänud viimase kuue kuu vältel tagasihoidlikuks.

Ootuspäraselt on laenude allahindluse netokulu kerkinud viimase kolme kvartali keskmisena enam kui kolmekordseks võrreldes eelmise aasta erakordselt madalate tasemetega, jäädes laenuportfelli suhtes siiski endiselt madalale tasemele (0,4%). Seejuures on kasvanud nii mahakantud kui tagasivõidetud laenude maht. Ühelt poolt võib tulenevalt nõuete mahu kasvust ning riskantsemate klientide osatähtsuse võimalikust suurenemisest kliendibaasis laenukahjumite mõningast suurenemist oodata ka edaspidi, teiselt poolt loob oodatav majanduskeskkonna paranemine soodsad eeldused reaalsektori sissetulekute ning laenuteenindamisvõime kasvuks (vt ka ptk 2 *Ettevõtete ja majapidamiste finantskäitumine ja riskid*).

Omakapitali ja varade tulukus on II kvartalis teenitud dividenditulu tõttu oluliselt kerkinud (vt tabel 3.2). Samal põhjusel on järsult langenud kulu-tulu suhe.

Tabel 3.2. Peamised tulukusnäitajad

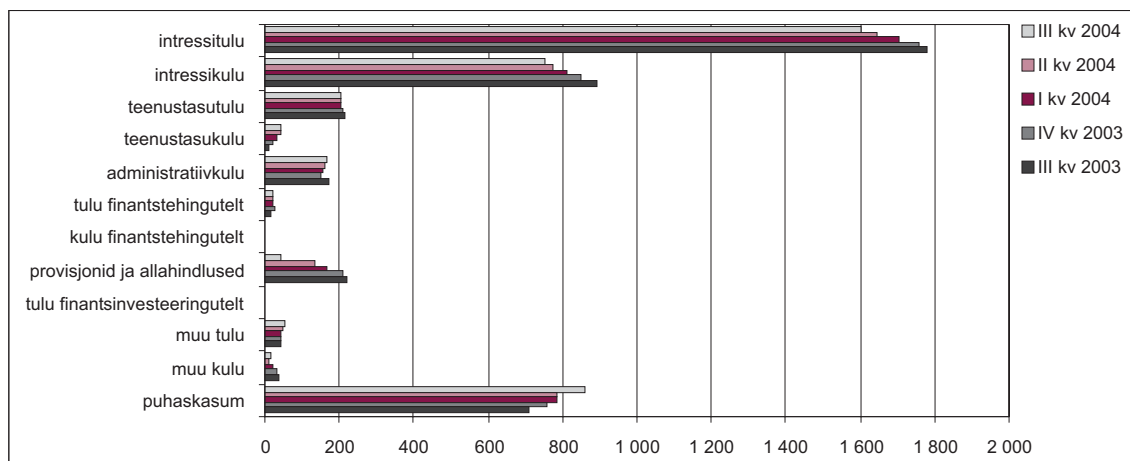
	2001	2002	III kv 2003	2003	I kv 2004	II kv 2004	III kv 2004
Omakapitali tulukus	20,71%	14,69%	12,61%	14,15%	13,81%	20,83%	19,51%
Varade tulukus	2,66%	1,55%	1,56%	1,70%	1,63%	2,38%	2,17%
Kulu-tulu suhe	53,26%	61,58%	55,78%	53,01%	52,94%	44,93%	45,34%
Netointressimarginaal	3,89%	3,59%	3,08%	2,91%	2,78%	2,62%	2,52%
Hinnavahe	3,69%	3,44%	2,94%	2,78%	2,66%	2,52%	2,43%

Pankade teatel võib lühiajalises perspektiivis sõltuvalt konkurentsiolekorrast oodata intressimarginaalide täiendavat alanemist, mis jätkab surve avaldamist pankade kasumlikkusele.

Liisingühingute kasumlikkus

Liisingühingute kasum jätkab tugevnemist, küündides nelja kvartali libisevas arvestuses 861 mln kroonini, mis ületab mullust tulemit ligikaudu viiendiku võrra. Puhaskasumi kasvu taga on nõuete allahindlustest saadud kahjumite märkimisväärne vähenemine, mis on langustrendi näidanud 2004. aasta algusest.

Liisingühingute kasumlikkusele määrava mõjuga **netointressitulu** on käesoleva aasta algusest kasvanud aeglasemalt ning kolmandas kvartalis koguni langusele pööranud (vt joonis 3.9), hoolimata madalamatest intressikuludest. Samuti on süvenenud möödunud aasta viimasest veerandist võimust võtnud netoteenusasutulu kahanemine ning jätkunud on halduskulude tõus. Liisingühingute kasumi kujunemist mõjutab oluliselt liisingutegevuse integreerimine pankade, mille tulemusena kahanevad ühelt poolt portfelligahjud ja tulud ning teiselt poolt kahjumid nõuete allahindlusest.



Joonis 3.9. Liisingühingute aastakasum (annualiseeritud näitaja; mln kr)

Konsolideeritud kasumlikkus

Pangagrupid teenisid libiseva aasta arvestuses 3,3 mld krooni kasumit, mis on neljandiku võrra suurem aasta tagasi teenitust. Kui 2003. aasta teisel poolel on konsolideeritud kasuminäitaja kasv aeglustunud, siis alates 2004. aasta teisest kvartalist võttis pangagruppide koondkasumi kasvutempo taas hoogu üles.

Kasumit kujundasid eeskätt intressitulud (vt tabel 3.3), mille arengutendentsid peegeldavad intressiteenivatelt varadelt saadud tulude edukat ohjamist, mis on hoolimata intressikulude alanemise pidurdumisest **netointressitulud** kiiremale kasvule suunanud. Teenustasutulud jätkavad eeliskasvu intressitulude ees, andes siiski märku kasvu mõningasest aeglustumisest. Kuna erinevalt intressituludest mõjutavad hinnamuutused teenustasutulusid järsemalt, võib siin osutada konkurentsipurvetest tingitud mõjudele.

Tabel 3.3. Olulisemad tulu- ja kulukirjed (konsolideeritud)

	2001	2002	III kv 2003	2003	I kv 2004	II kv 2004	III kv 2004
Netointress	3 700,2	4 392,4	4 529,8	4 586,9	4 671,8	4 797,3	4 997,4
Netoteenustasu	1 361,5	1 657,1	1 920,2	2 006,9	2 087,0	2 183,4	2 266,6
Netotulu kindlustustegevusest	68,0	61,9	37,9	27,1	32,1	52,0	64,6
Halduskulu	-2 668,7	-3 234,5	-3 149,3	-3 170,2	-3 231,6	-3 317,3	-3 409,4
STRUKTUURNE KASUM	2 461,1	2 876,8	3 338,7	3 450,7	3 559,2	3 715,4	3 919,1
Laenukahjumid, ümberhindlus	-284,6	-207,9	-520,4	-554,1	-543,0	-493,2	-497,3
Netotulu finantstehingutelt	688,2	612,9	759,5	730,4	782,1	729,2	741,8
Muu tulu põhitegevusest (neto)	-45,4	-85,4	-65,3	-92,6	-68,5	-79,4	-60,3
KASUM PÕHITEGEVUSEST	2 819,3	3 196,4	3 512,5	3 534,4	3 729,9	3 872,0	4 103,3
Muu netotulem	-897,1	-877,1	-851,3	-837,1	-836,9	-736,5	-759,8
PUHASKASUM KOKKU	1 922,2	2 319,3	2 661,1	2 697,2	2 893,1	3 135,4	3 343,5

Vastupidiselt pankade soolo tulemustele on kahjumid nõuete allahindlusest konsolideeritud arvestuses jäänud eelmise aasta sama perioodi näitajast madalamaks. Teiselt poolt on 2004. aasta alguses tõusule pööranud halduskulud kasvu jätkanud, mis pole samas koos finantsturgudel valitseva ebakindlusest tulenevate tagasihoidlikumate finantstehingutuludega põhitegevusest saadud kasumi kasvu oluliselt pärssinud.

Kuigi netointressimarginaal rõhutab intressitulude kahanemise õnnestunud kontrollimist panganduse poolel, jätkub liisingutegevuse osas näitaja tempokas langus (vt tabel 3.4). Tugeva kasumi najal on pangagruppidel finantseerimise jõulisest kasvust hoolimata õnnestunud tõsta pikka aega stabiilsena püsinud varade tulukust. Sama kehtib **omakapitali tulukuse** kohta, mida on täiendavalt upitanud kapitali optimeerimine. Pangagruppide kulu-tulu suhe jätkab tugevate tulude ja lähiturgude tütarettvõtete kuluefektiivsuse paranemise tuules stabiilset kahanemist.

Tabel 3.4. Peamised tulukunäitajad (konsolideeritud)

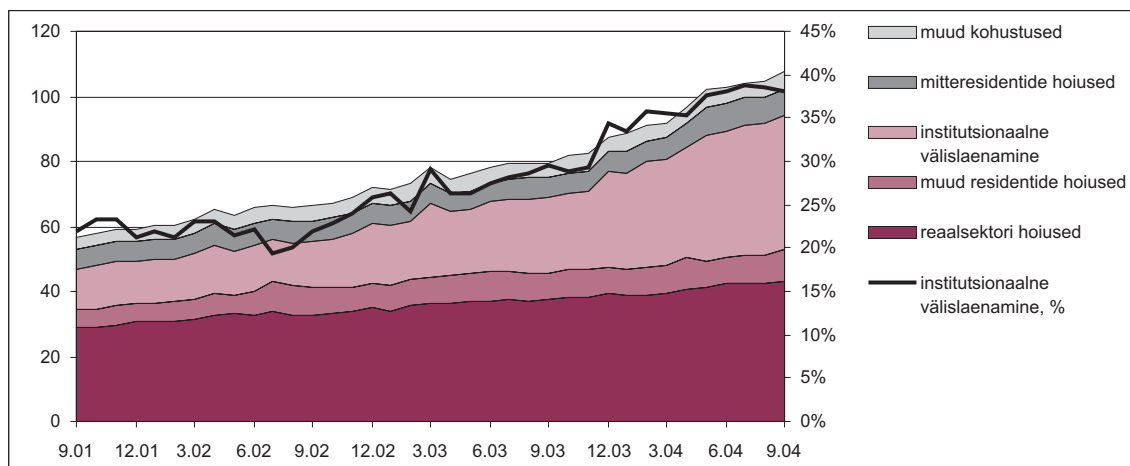
	2001	2002	III kv 2003	2003	I kv 2004	II kv 2004	III kv 2004
Puhas intressimarginaal (liising)	11,0%	9,2%	8,1%	7,8%	7,5%	7,2%	6,9%
Puhas intressimarginaal (pangandus)	3,8%	4,0%	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%
Aktivate tulukus	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%
Omakapitali tulukus	20,2%	20,5%	20,7%	20,1%	20,6%	21,4%	21,7%
Hinnavahe	4,7%	4,6%	4,1%	3,9%	3,8%	3,7%	3,5%
Kulu-tulu suhtarv	60,8%	60,7%	52,5%	52,0%	51,0%	50,8%	49,8%

Likviidsus

Euribori langustrendi pöördumine annab esimesi signaale ekspansiivse väliskeskonna soodsate mõjude tagasitõmbumise kohta. Sellest hoolimata naudivad pangad kevadel aset leidnud reitingute tõstmise vilju, mis on viinud ootuspäraselt välisrahastamise hinna mõningasele langusele. See on aidanud kompenseerida turupõhise ressursi osakaalu kasvust tingitud kohustuste kallinemist. Pankade veendumust välismaiste ressursside jätkuvast juurdevoolust ning turupõhise ressursi edukat hankimist illustreerib asjaolu, et hoolimata Euribori tõusust on jätkatud kroonihoiuste intresside langetamist.

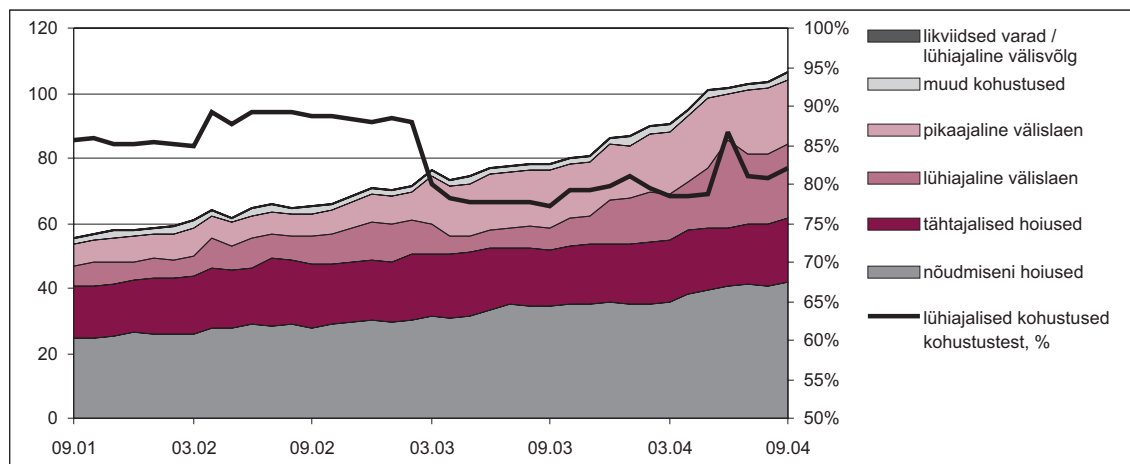
Pankade rahastamine

Kaks aastat kiiret kasvu näidanud **välisrahastamise** kasvutempo pole pärast 2003. aasta detsembrit aeglustunud (vt joonis 3.10). Välislaenamise aastakasv on küündinud viimase kuu keskmisena üle 85%, viies institutsionaalse välisrahastamise osakaalu septembris 38%ni kõigist kohustustest.



Joonis 3.10. Pankade kohustuste struktuur (mld kr; vasak telg) ja välislaenamine (parem telg)

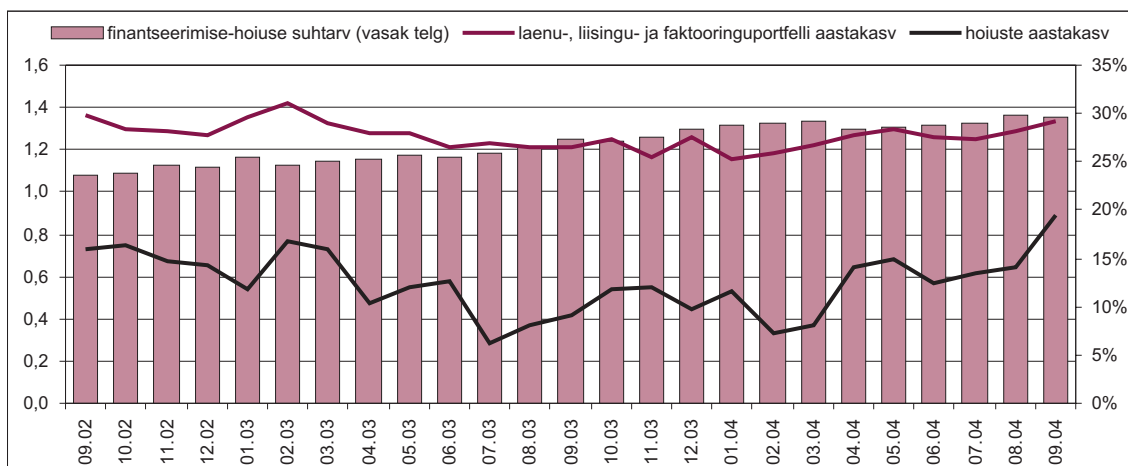
Septembri seisuga tuli ligi pool välislaenamise kasvust emapankadelt. Emapankade rahastamise osakaalu mõningase taandumise pankade välislaenudest võrreldes kuu kuu taguse seisuga on tinginud enam turupõhisele ressursile toetuvate pankade varade kiirem kasv. Seda on mõjutanud ka reitingute tõstmise soodne mõju rahastamise hinnale.



Joonis 3.11. Pankade kohustused järelejäänud tähtaja järgi (mld kr)

Seoses lühiajalise välisressursi aktiivse kaasamisega on residentsete pankade pikaajaliste kohustuste osakaal kahanenud alla poole (46%) kõigist välislaenudest (vt joonis 3.11). Samas peaks oktoobris toimunud pikaajalise ressursi suuremahuline kaasamine viima pikaajalise ressursi osakaalu tagasi käesoleva aasta märtsi tasemele. Kõrglikviidsed varad katsid lühiajalisi väliskohustusi septembris 82% ulatuses, samas kui möödunud aasta keskmisena ulatus näitaja 174%ni.

Hoolimata sellest, et hoiuste kasv näitab viimase kuue kuu vältel kasvutrendi (vt ka ptk 2 *Ettevõtete ja majapidamiste finantskäitumine ja riskid*), jätkus finantseerimise eeliskasv hoiuste ees, mis tingis finantseerimise-hoiuste kasvude vahelise lõhe jätkuva laienemise (vt joonis 3.12). Septembri lõpuks ületas pankade ning liisingühingute finantseerimisportfell pankades hoiustatud vahendeid 36% võrra.



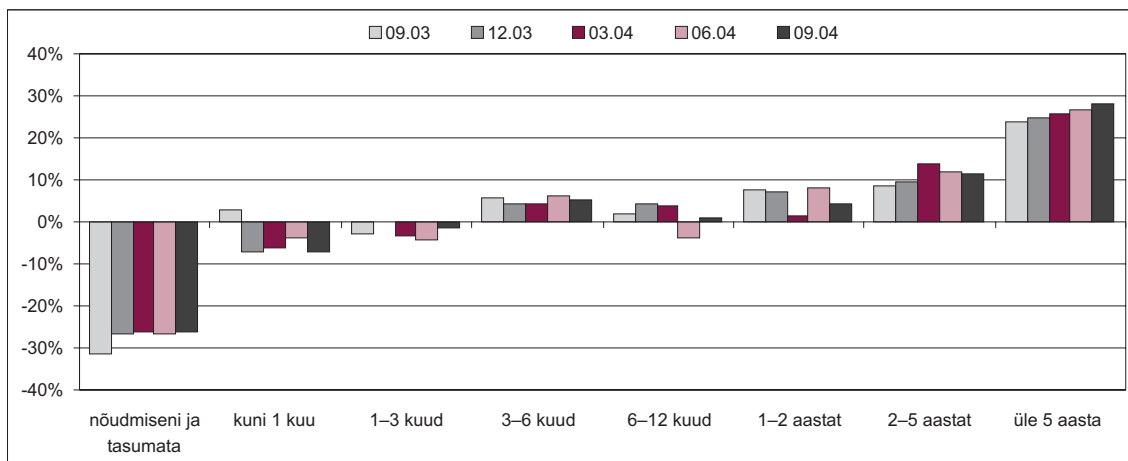
Joonis 3.12. Finantseerimise ja hoiuste suhe ja dünaamika

Likviidsed varad

Laiema likviidsusagregaadi osatähtsus jooksvatest kohustustest on jätkanud 2003. aasta alguses alanud langust, moodustades viimase kolme kvartali keskmisena 43%. Selle arengu taga on likviidsete nõuete osakaalu kahanemine. Samuti avaldab mõju jooksvate kohustuste suurem volatiilsus, mida põhjustab pankade rahastamisskeemide muutumine hoiusepõhiselt enam laenu- ja väärtpaperipõhiseks. Mais toimunud järsu hüppe likviidsetes varades (enam kui 3 protsendipunkti võrra) tingis ressurside suuremahuline kaasamine kõigi suuremate pankade poolt, millest saadud vahendid suunati ajutiselt välispankades hoitavatesse hoiustesse. Juunis taandus likviidsete varade / jooksvate kohustuste suhe 47% tasemele.

Lisaks likviidsete nõuete osakaalu langusele varades muutub ka likviidsete varade struktuur. Likviidsusreservi koosseisus jätkub nihkumine välispankades hoitavatele hoiustele ja pöördrepodele, mille osatähtsus on kasvanud nii lühiajaliste võlakirjade kui muu lühiajalise vara arvelt. Seega, üheaegselt likviidsete varade osakaalu vähendamisega varades suurendatakse kõrglikviidsete varade osatähtsust likviidsetes nõuetes. Need suundumused on tinginud pankade püüet liikiidusjuhtimist optimeerida, tasakaalustamaks rahastamisskeemide muutusest tulenevaid volatiilsemaid kohustusi.

Nõuete ja kohustuste tähtajalised netopositsioonid jätkavad pikenedmist üle 5aastase tähtajaga varade poolel (vt joonis 3.13). See tuleneb pikaajaliste laenude jõulisest kasvust, eelkõige eluasemelaeuade näol. Kohustuste poolel tingib kuni 3kuuliste tähtajaliste nõuete ja kohustuste negatiivse netopositsiooni süvenemise lühiajaliste võlakohustuste osakaalu suurendamine ressursidest nõudmiseni hoiuste arvelt. Samas on nõudmiseni negatiivne netopositsioon jäänud stabiilseks, peegeldades likviidsete nõuete osakaalu langust varades.



Joonis 3.13. Nõuete ja kohustuste netopositsioonid järelejäänud tähtaegade lõikes (% koguaradest)

TAUSTINFO

PANGANDUSE STABIILSUSE HINNANG FINANTSTUGEVUSE NÄITAJATE KAUDU

Finantssüsteemide stabiilsuse hindamiseks on välja pakutud rida erinevaid finantsnäitajaid. Pangasektori finantstugevuse ning jätkusuutlikkuse mõõtmiseks kasutatakse vastavalt kas mikro- või makrotasandi andmeid. Esimesed neist pööravad põhiliselt tähelepanu panga bilansilistele näitajatele (halvad laenud, likviidsus, adekvaatus jmt), viimased majanduskeskkonna üldist riskitaset peegeldavatele andmetele (SKT kasv, välisvõlg jmt). Mõlemad lähenemised on teooriast lähtudes õigustatud, kuna finantskriiside allikaks võib pidada nii finantssüsteemi sisemist ebastabiilsust kui majanduskeskkonna ebasoodsa mõju avaldumist.

Eesti majandus on väike ja avatud. Riigi rahasüsteem järgib valuutakomitee põhimõtteid ning valitsuse ja keskpanga võimalused majanduskeskkonda mõjutada on võrdlemisi piiratud. Kirjeldatud keskkonnas on välistegurite mõju maailmamajanduse, sh eriti Euroopa majanduse, tsüklite näol väga tugev. Seda võimendab veelgi asjaolu, et Eesti finantssektor kui majandus tervikuna on äärmiselt avatud välismaistele kapitalivoogudele. Näiteks moodustavad välislaenud Eesti panganduse ressursidest 40%, mistõttu ei pruugi kodumaised makromajandusnäitajad peegeldada finantssektorit ohustavaid riske täiel määral.

Tulenevalt eeltoodust tugineb siin esitatud lühianalüüs pangasektori sisemistele näitajatele eesmärgiga tuua välja need riskikolded, mis enim mõjutavad pankade haavatavust ebasoodsate välistegurite suhtes. Eeskätt pankade sisemised finantsnäitajad on järelevalveliste ning regulatiivsete hoobadega mõjutatavad, mistõttu nende jälgimine ja hindamine on finantsstabiilsuse tagamiseks vältimatu.

Pangandusnäitajatele tuginevad indikaatorid on jaotatavad järgmistesse rühmadesse:

(1) likviidsus; (2) krediidirisk; (3) tururisk ja (4) kapitaliseeritus.

Likviidsusnäitajate all vaadeldakse antud analüüsis likviidsete varade, üleölaenude ning välispankade rahastamise osakaalu, samuti avaliku sektori hoiuste osakaalu panga

ressursiallikates. Likviidsusnäitajad peegeldavad ühelt poolt panga valmisolekut võimalikeks likviidsusraskusteks ning teiselt poolt toetumist hinnatundlikele (pankadevaheline rahaturg) või administratiivsetele likviidsusallikatele (avaliku sektori hoiused). Viimaste kõrge osakaal panga ressurssides võib viidata nii panga nõrgale suutlikkusele turult ressursse kaasata kui valitsuse kaudsele rahastamistoele. Seevastu hinnatundlike laenuvahendite (välisrahastamine) kaasamine tegevuse finantseerimiseks kätkeb endas märkimisväärset intressiriski, mida omakorda mõjutavad rahaturgudel valitsevad meeleolud ning riigi usaldusreiting.

Krediidiriski näitajad hõlmavad halbade laenude osakaalu ning riskimarginaali hinnangut nii pankadevahelisel laenuurul kui eraisikute kinnisvaraenude ja ettevõtluslaenude segmendis. Riskimarginaali lähendina rakendatakse siinkohal käibe mediaanintressi ja käibe ülemise neljandiku intressi vahet.

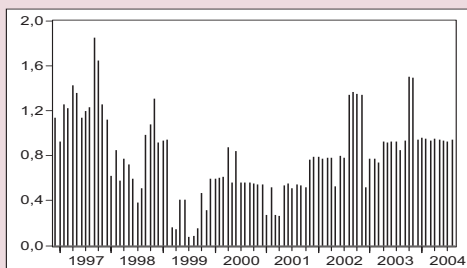
Tururiski mõõtmiseks võetakse aluseks hinnatundlike varadega (aktsiad ja kinnisvara) seotud laenude osakaal ning kaubeldava aktsiaportfelli osakaal panga bilansis.

Kapitaliseerituse hindamiseks vaadeldakse pankade tegeliku kapitali adekvaatsuse näitaja ning miinimumtaseme (10%) vahet ehk nn vabatahtlikku kapitalipuhvrit.

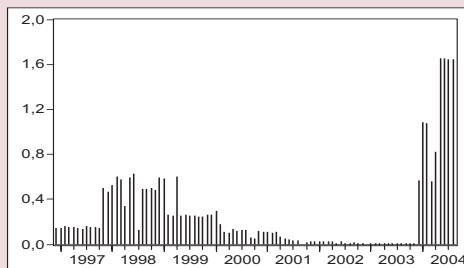
Esimeses jooniste reas kajastuvatest likviidsusnäitajatest osutab kõige selgemat ohutendentsi välislaenamise kõrge tase, mis on 2004. aastal jõudnud vaatlusaluse perioodi keskmisest kordades kõrgemale. Kuigi teatud kasvu välislaenamise osakaalus võis täheldada ka 1997.–1998. aasta kriisiperioodil, jäi see tänasest märkimisväärselt nõrgemaks. Üleöölaenude ja avalike hoiuste kasutamine likviidsuspuhvrina on jäänud 1997.–1998. aasta kriisieelsesesse aega ning hetkel on neid ressursiallikaid asendamas välismaiste emapankade likviidsustugi. Paraku on viimastel aastatel täheldatav ka likviidsete varade vähenemise trend, mis küll ei ole saavutanud mineviku kriisiperioodide taset.

Joonis 3.14. Valik pangasektori riskinäitajaid ajavahemikul detsember 1996 kuni august 2004 (vertikaalteljel pankade bilansimahuga kaalutud standardhälbe kordne)

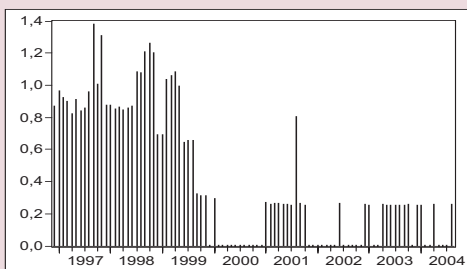
LIKVIIDSUSNÄITAJAD



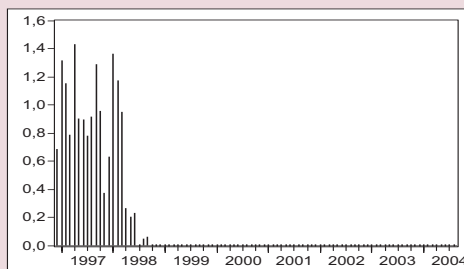
Likviidse vara pöördväärtus



Välislaenamine

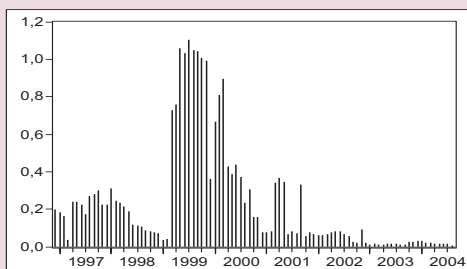


Avalik hoius

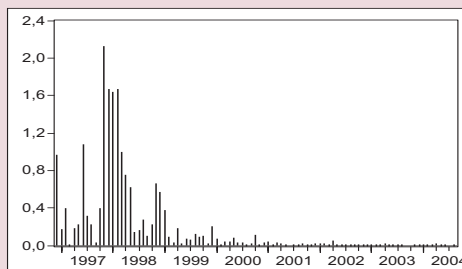


Üleöölaen

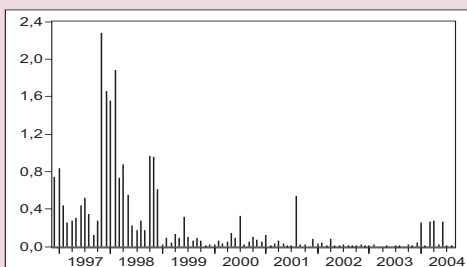
KREDIIDIRISKI NÄITAJAD



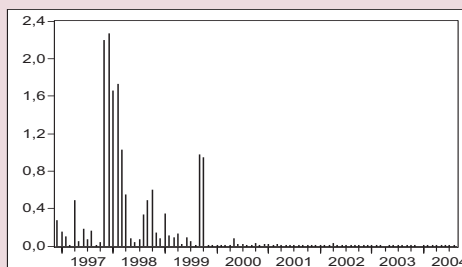
Viivislaen



Riskipremia eluase

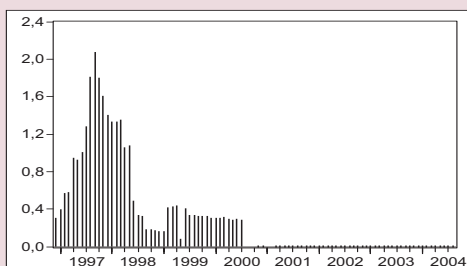


Riskipremia ettevõtted

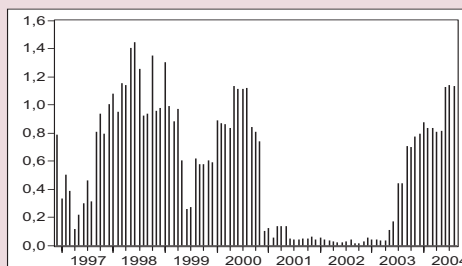


Riskipremia pankadevaheline rahaturg

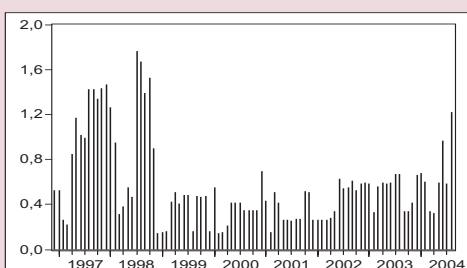
TURURISKI NÄITAJAD JA KAPITALISEERITUS



Aktsiaportfell



Varapõhine laen



Kapitali adekvaatsuse pöördväärtus

Keskmisses graafikute reas kajastuvad krediidiriski näitajad joonistavad selgelt välja 1997.–1998. aasta kriisiperioodi ning sellele järgnenud majandusmööna. Tänapäevase seisuga näitavad kõik toodud krediidiriski näitajad aegade madalaimat taset. Mõnevõrra suuremat kõikumist saab täheldada üksnes ettevõttesektori laenude riskipremias.

Tururiski näitajatest on aktsiaportfelli riskide osakaal selgelt mineviku börsibuumi aegadesse jäänud. Seevastu on varapõhiste laenudega seotud hinnariskid viimastel aastatel märgatavalt

kasvanud. Ilmselt on nimetatud areng seotud kestva kinnisvaralaenude buumiga.

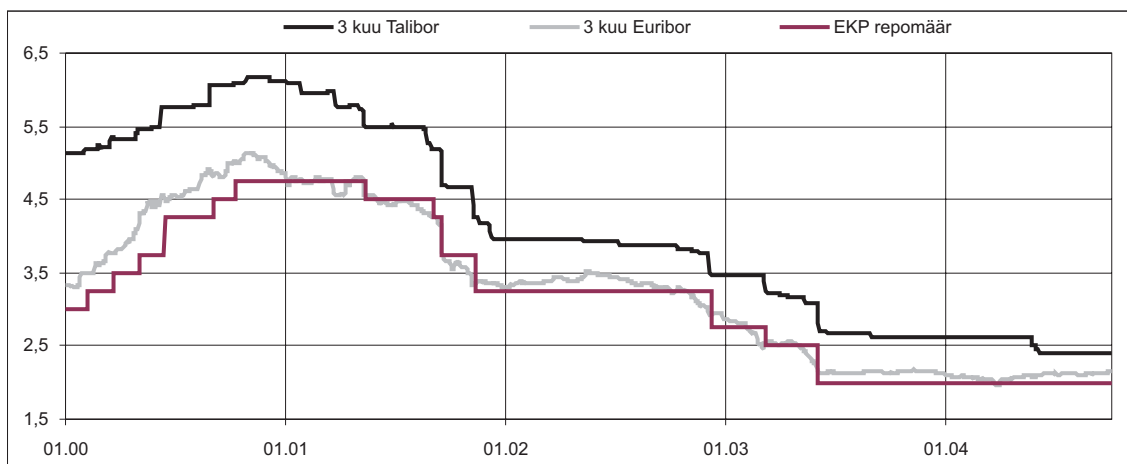
Alates 1998. aasta lõpust võrdlemisi stabiilsena püsinud kapitali adekvaatsuse puhver on samuti tasahilju kapitalikulu optimeerimise käigus riskialtima suuna võtnud. Halvimate aegadega võrreldes võib küll taset rahuldavaks lugeda.

Kokkuvõttes võib teatavat riskitolerantsi kasvu täheldada nii likviidsuse, tururiskidele avatuse kui ka kapitaliseerituse poolel. Seevastu osutavad näitajad edukale krediidiriskide ohjamisele. Küll on üleelatud kriisid näidanud, et krediidiriski realiseerumine toimib viitajaga, mistõttu ennakindikaatorina ei saa krediidiriski baasil olulisi järeldusi teha.

IV RAHA- JA VÄÄRTPABERITURG

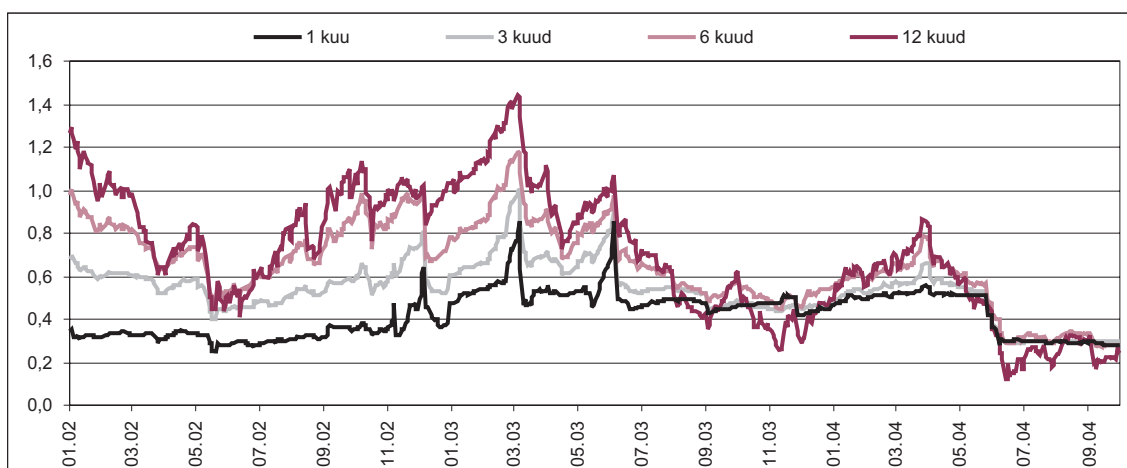
■ Rahaturg

Euroala intressid on juba alates 2003. aasta keskepaigast püsinud stabiilselt madalal tasemel. Seetõttu on ka Eesti lühiajalised krooniintressid olnud kogu 2004. aasta vältel madalad (vt joonis 4.1).



Joonis 4.1. Eesti ja euroala rahaturuintressid (%)

2004. a mai lõpus ja juuni alguses kahanes märkimisväärselt (ligikaudu 25 baaspunkti võrra) nii Eesti krooni lühiajaliste intressimäärade erinevus euroala intressimääradest kui Eesti krooni ja euro tulevikutehingute aluseks olevate intressinoteeringute erinevus (forvarddiferents; vt joonis 4.2). Kui 2004. a kevadel oli Eesti ja Euroala rahaturuintresside erinevus ligikaudu 53–55 baaspunkti, siis oktoobri keskepaigaks oli intressivahe vähenenud 25–29 baaspunkti.



Joonis 4.2. Eesti ja euroala rahaturuintresside vahe (protsendipunkti)

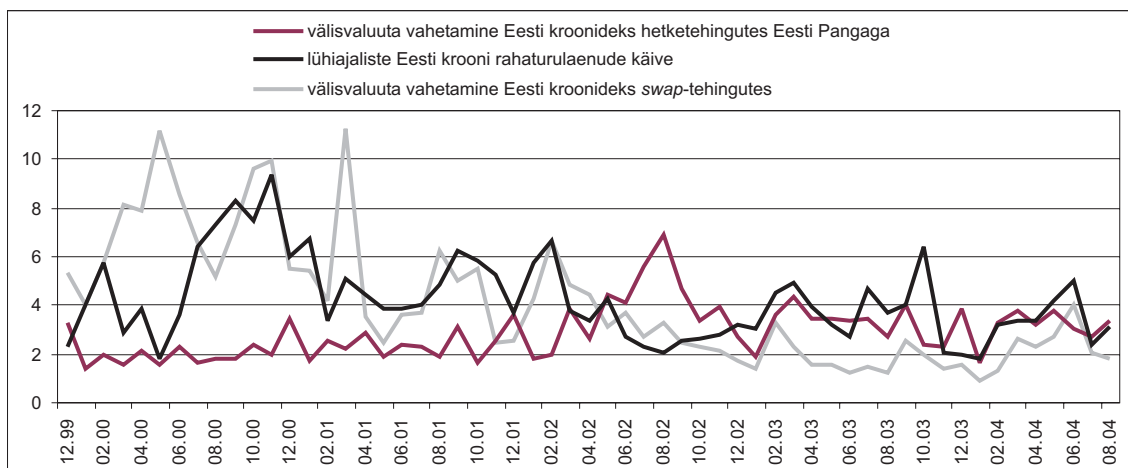
On võimalik, et selline areng peegeldab turuosaliste hilinenud reaktsioone Eesti ELi liikmelisusele. Samuti ei saa välistada, et turuosalistes ennetasid ERM2ga liitumise positiivseid mõjusid¹. Kui jätta kõrvale mõju, mida

¹ 28. juunil 2004 liitus Eesti Euroopa vahetuskursimehhanismiga ERM2.

avaldas Euroopa Liidu liikmeks saamisega kaasnenud usaldusväarsuse tõus, on muud liikumised Talibori-Euribori vahes viimase poole aasta jooksul kajastanud eelkõige Euribori dünaamikat Talibori loiuult muutuvate noteeringute taustal.

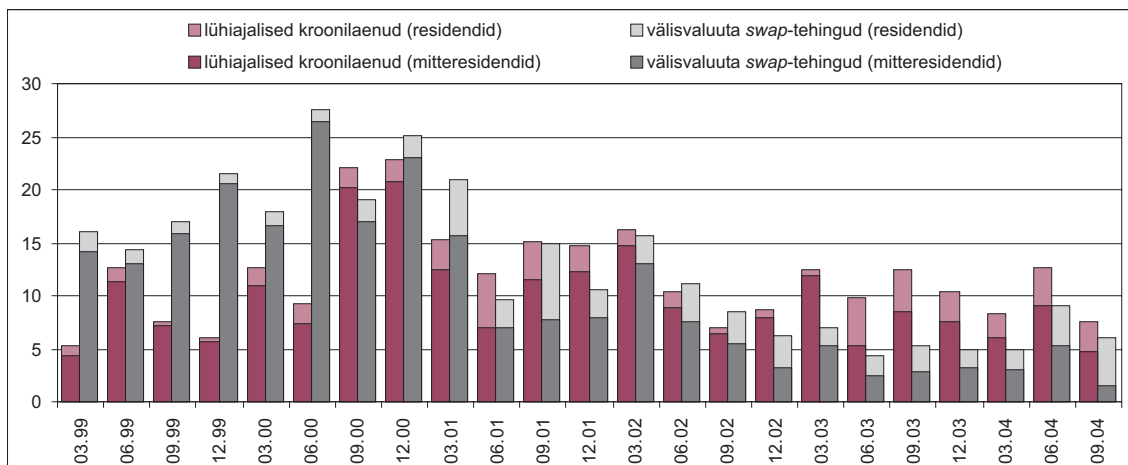
Eesti valitsuse viieaastase eurovõlakirja tulusus rahvusvahelistel turgudel on liikunud kooskõoliselt euroala valitsuste võlakirjade tulususega, samas on ka siin intressimäära erinevus euroalaga 2004. a teisel poolel 5 baaspunkti võrra kahanenud. Eesti eurovõlakirja tulumäär ületab Saksamaa võrreldava tähtjaga võlakirjade oma 18–20 baaspunkti võrra, erinevus Austria võrreldavate võlakirjadega on aga kõigest 9–10 baaspunkti. Seega peavad turuosalisel ka Eesti pikemaajalist usaldusväarsust väga kõrgeks.

Valuutatulestehingute käive Eesti rahaturul on viimase poole aasta jooksul olnud mõnevõrra suurem kui aasta tagasi samal ajal. Samas tuleb suur osa – ligikaudu 83% – krooni tuleviku- ja vahetustehingute turu käibest Eesti krooni ja kolmandate valuutade (eelkõige USA dollar) vaheliste riskimaandamistehingute arvelt. Mittepankade kroonilikviidsuse juhtimise jaoks on seega rahaturg vahetustehingute turust olulisem, seda vähemalt käivate mõttes. **Keskpannga valuutatehingute ostu-müügikäibed** on olnud ka ERM2 perioodil tasakaalus, st surveid Eesti krooni kursi tugevdamiseks või nõrgendamiseks pole esinenud (vt joonis 4.3).



Joonis 4.3. Eesti krooni pakkumine rahaturul tehinguliikide lõikes (käive kvartalis; mld kr)

Eesti krooni rahaturg on võrreldes euroala liikmesriikide rahaturu vastavate segmentidega vähelikviidne ning Eesti pankade likviidsuse juhtimine toimub peamiselt välisurgudel. Seetõttu mängivad Eesti rahaturul olulist rolli mitteresidentide tehingud (vt joonis 4.4). Viimase aasta jooksul on residentide arvele



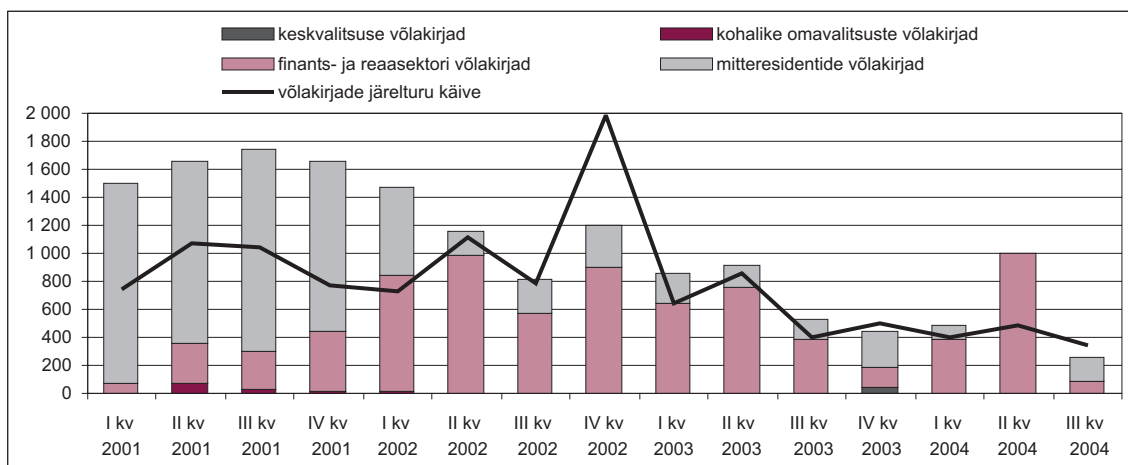
Joonis 4.4. Eesti kroonilaenude, välisvaluutatehingute ja tuletistehingute käive (mld kr)

langenud ligikaudu kolmandik **lühiajalistest kroonilaenudest** ja 40–50% välisvaluuta vahetustehingutest. Lühiajaliste kroonilaenude turu aktiivseimad osalejad on olnud ootuspäraselt Soome, Eesti ja Rootsi pangad. Mitteresidentidest krediidiastutused osalevad Eesti krooni lühiajaliste laenude turul eelkõige oma klientide tarbeks tehtavate riskimaandamistehingutega.

Eesti krooni likviidsuskeskkond on püsinud stabiilne ning finantssektori kroonilikviidsuses ei ole olulisi tõrkeid esinenud. Pankade arvelduspuhvrud keskpangas on olnud oluliselt suuremad kohustusliku reservi igapäevasest miinimumnõudest ning kohustusliku reservi nõude täitmine ei valmista pankadele raskusi.

■ Võlakirjaturg

Võrreldes eelneva aasta sama perioodiga oli võlakirjaturu käive tagasihoidlikum (vt joonis 4.5). **Esmase võlakirjaturu mahu** vähenemine jätkus, ulatudes 38%ni ja viies turu kapitalisatsiooni 2004. a septembri lõpuks, hoolimata vahepealsest tõusust, taas 2,9 mld kroonini ehk 2,2%ni SKTst. Turu kahanemise põhjus oli mitteresidentide poolt käibe lastud võlakirjade mahu vähenemine. Samas on kohalike finants- ja erasektori ettevõtete emiteeritud võlakirjade maht suurenenud. Pankade emiteeritud võlakirjade maht on viimase poole aastaga suurenenud ligikaudu 25% ja moodustas septembri lõpuks peaaegu poole võlakirjaturu kapitalisatsioonist.

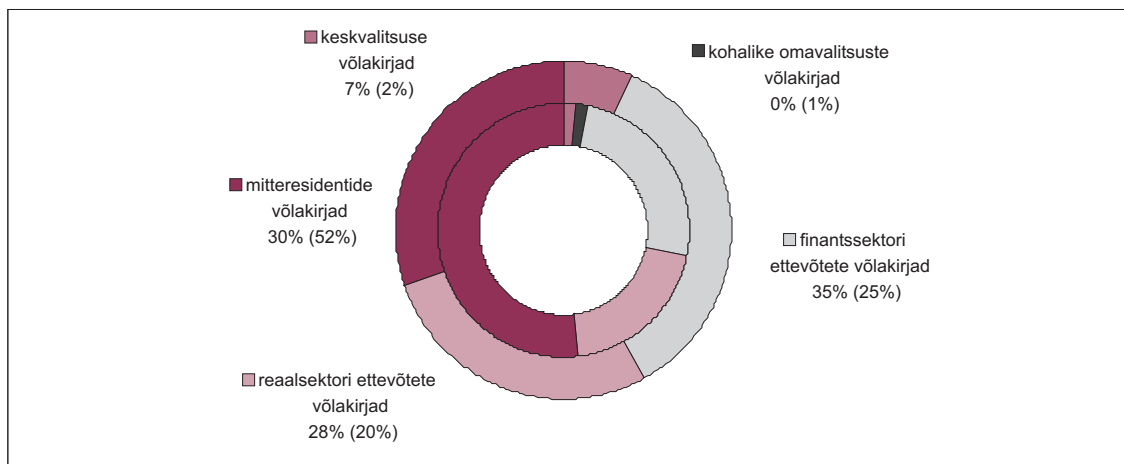


Joonis 4.5. Kvartali jooksul emiteeritud võlakirjade maht emitentide lõikes ja järelturu käive (mln kr)

Kuigi emitendid kasutasid võlakirjaturgu eelkõige lühiajalise kapitali paindlikuks kaasamiseks, on pikaajaliste võlakirjade osakaal veidi suurenenud. Ligikaudu 80% võlakirjadest emiteeriti tähtajaga alla ühe aasta. Nendest omakorda ligi 15% oli kuni kolmekuulise tähtajaga.

Suur osa võlakirjadest omandatakse hoidmiseks, seetõttu oli kauplemine võlakirjadega **järelturul** mõõdukas (vt joonis 4.6). Käsikäes esmase turu kokkutõmbumisega viimasel aastal langes ka järelturu käive, ulatudes keskmiselt 6,5 mln kroonini päevas.

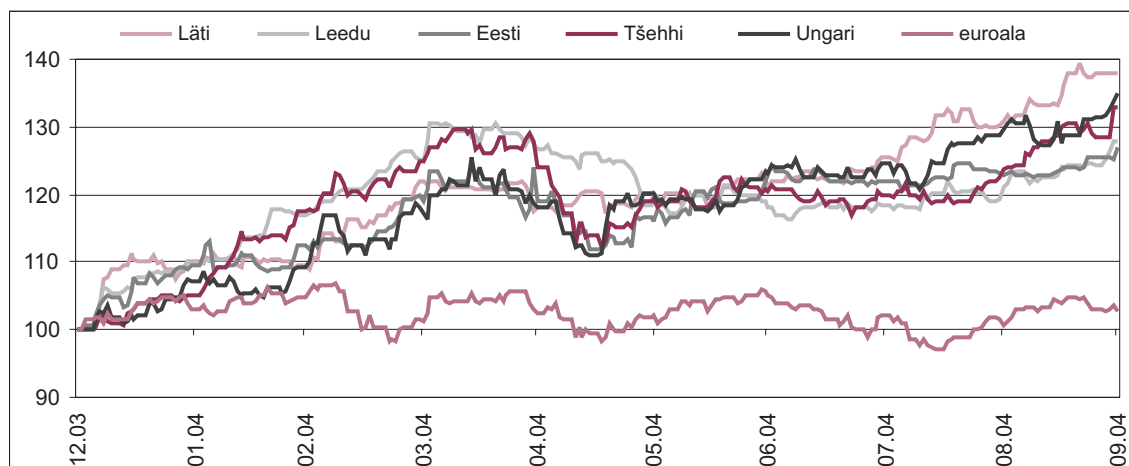
2003. aastal alustati taas **võlakirjade noteerimist** Tallinna Börsil. 2004. a III kvartali lõpuks olid noteeritud nelja ettevõtte võlakirjad, mille turuväärtus ulatus 422 mln kroonini ehk 14%ni võlakirjaturu kogumahust. Börsil noteeritud võlakirju soetatakse valdavalt hoidmiseks, mistõttu nende börsikäive on jäänud suhteliselt väikeseks: 2004. aasta keskmine päevakäive oli ligikaudu 450 000 krooni. Võlakirjadesse kapitali paigutavate isikute struktuur ei muutunud. Börsi nimekirja peaksid lähitulevikus lisanduma veel mõnede ettevõtete võlakirjad, mis kõrgema tootluse tõttu võiksid senist kesist kauplemisaktiivsust mõnevõrra elavdada.



Joonis 4.6. Võlakirjade järelturu käibe struktuur ajavahemikul oktoober 2003 kuni september 2004 (sulgudes oktoober 2002 kuni september 2003)

Aktsiaturg

2004. aasta algusest taas tõusma hakanud Kesk- ja Ida-Euroopa aktsiaturud on aasta esimese üheksa kuuga teinud suure hüppe, seda eriti võrreldes arenenud riikide turgudega. Ka üleilmases võrdluses on Kesk- ja Ida-Euroopa aktsiaturgude kasv olnud viimasel ajal silmatorkavalt kiire. Kui euroala börsiindeksite tõus aasta algusest on jäänud alla 5%², siis nii Läti, Ungari kui Tšehhi börsid on tõusnud üle 30% ning Eesti ja Leedu vastavalt 27% ja 28% (vt joonis 4.7).

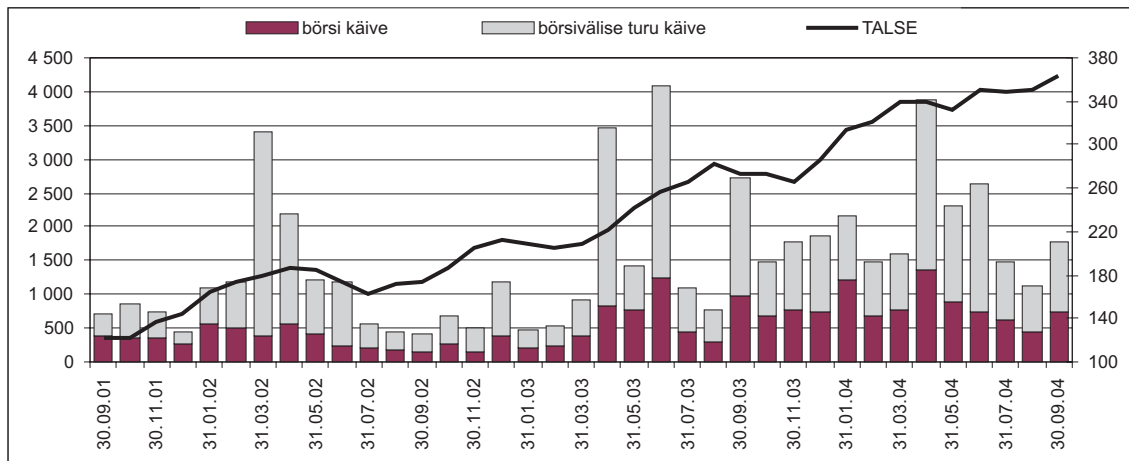


Joonis 4.7. ELiga liitunud riikide ja euroala aktsiaindeksite dünaamika 2004. aastal (31.12.03 = 100)

Allikas: EcoWin AB

Kuigi 2004. a kevadel toimus mõningane korrigeerimine, on Tallinna Börsi indeks **TALSE** kasvukiirus 2004. aastal jäänud samaks, mis 2003. aastal (vt joonis 4.8). Septembri lõpuks oli indeks TALSE 363 punktiga 33% kõrgemal aastatagusest tasemest. Sellise arengu tulemusena suurenes börsil noteeritud ettevõtete turuväärtus 2004. aasta üheksa kuuga 10,9 mld krooni võrra. **Börsi kapitalisatsioon** tõusis 58 mld kroonini ehk 44%ni SKTst (2003. a septembris 40%).

² Nt FTSE Euro 100 indeks on tõusnud 3%.



Joonis 4.8. Aktsiate käive Tallinna Börsil ja börsivälisel turul (mln kr; vasak telg) ning börsiindeks TALSE (punkti; parem telg)

Turu aktiivsuse tõusu oli märgata eelkõige neljal Euroopa Liiduga ühinemise eelsel kuul, mil **keskmine päevakäive** ulatus 45 mln kroonini. Kõige aktiivsem oli kauplemine aprillis, kui päevakäive küündis 57 mln kroonini. Samas oli aktsiate liikumine tavapäraselt tagasihoidlikum suvekuudel, mis viis keskmise päevakäibe 2004. aastal 35 mln kroonini. Tänu uutele aktsiahinnarekorditele septembris ja oktoobris on Tallinna Börs oktoobri lõpuks paigalseisust üle saanud. 96% börsikäibest andsid tehingud kahe ettevõtte aktsiatega: 71% Hansapanga ja 22% Eesti Telekomiga aktsiatega. Hansapanga aktsia tõusu taga on investorite positiivne suhtumine, mille üks näide on hästiõnnestunud võlakirjaemissioon. Septembrist on taas elavnenud kauplemine börsi kolmanda suurima ettevõtte Norma aktsiatega. Juuni lõpus lahkus börsilt Estiko. Meedia vahendusel on veel mõned ettevõtted teada andnud oma soovist järgmise aasta alguses börsile tulla.

Mitteresidentsete investorite osakaal börsi kapitalisatsioonis tõusis septembri lõpuks 83%ni. Residentidest investorid olid valdavalt finants- ja reaalsektori ettevõtted, kellele kuulus börsil kaubeldavaid aktsiaid 8 mld krooni väärtuses ehk 14% ulatuses börsi kogukapitalisatsioonist. Eraisikutest väikeinvestorite aktsiainvesteeringud ulatusid 1,8 mld kroonini ehk 3,1%ni börsiaktsiate koguväärtusest. Alates 2003. a II poolest on aktsiatesse investeerinud kohustuslikud pensionifondid, kuid nende osakaal ei ole siiski tõusnud üle 0,5% kohaliku aktsiaturu kogukapitalisatsioonist.

Põhja- ja Baltimaade väärtpaberiturgude integreerimisplaanidest on viimase poole aasta jooksul teoks saanud eelkõige kauplemiskeskonna ühtlustamisega seonduv. Kui aprillis sai Tallinna Börsist koos Riia ja Helsingi börsidega Põhja- ja Baltimaade börside liidu NOREX liige³, siis septembris jõuti juba ühtse kauplemiskeskonna SAXESS kasutuselevõtuni (vt ka taustinfo *Väärtpaberituru infrastruktuurid Eestis Euroopa Liiduga lõimumise taustal*). Ühise kauplemissüsteemi käivitamisega loodetakse vähendada investeerimisbarjääre, lihtsustada ligipääsu kolmest Balti turust huvitatud investoritele ning vähendada Eesti, Läti ja Leedu turgude vahelisi erinevusi. Balti turgude lõimumiseks laiendati alates 1. juulist 2004. a Balti nimekirja kõigile Eesti, Läti ja Leedu börside põhinimekirjade aktsiatele ja arvatatakse ühist indeksit BALTIX⁴. Seisuga 30.06.2004 oli Balti nimekirja turuväärtus 5,09 miljardit eurot (79,64 mld krooni). Lisaks ühisele kauplemissüsteemile, millele Leedu läheb üle hiljem, on ühtlustatud kauplemisreeglistik Eesti, Läti ja Leedu vahel.

³ Muuhulgas on Tallinna Börsi reglementi uuendatud vastavalt NOREXi liikmereguleerimisele, mis reguleerivad kauplemissüsteemi kasutamist, börsi liikmete ja börsimaaklerite esitatavaid nõudeid ning kauplemistegevust.

⁴ Indeks BALTIX on turuväärtuspõhine tulumäära ahelindeks, mille arvutamist alustati 27. septembril 2004. Indeksi arvutamise toimub kord päevas, kasutades kõigi Riia, Tallinna ja Vilniuse börside põhinimekirjades noteeritud aktsiate ametlikke sulgemishindu. Iga väärtpaberi osakaal indeksis on piiratud 10%ga. Kaalupiiranguid rakendatakse kvartaalsete tasakaalustamiste käigus, vähendades või suurendades indeksisse arvatud aktsiate koguseid. Tallinna Börsil noteeritud aktsiatest on 2004. a IV kvartalis 10%ne osakaal indeksis Hansapanga ja Eesti Telekomiga aktsiatel.

TAUSTINFO

VÄÄRTPABERITURU INFRASTRUKTUURID EESTIS EUROOPA LIIDUGA LÕIMUMISE TAUSTAL

Väärtpaberitega kauplemiseks ja sellest tulenevate kohustuste ning nõuete õiendamiseks on riigid traditsiooniliselt välja töötanud kodumaise infrastruktuuri, mis on ühtinud rahvusliku vääringu kasutusala. Nii on see Eestis ja teistes riikides ning oli ka enne euro kasutuselevõttu Euroopa Rahaliidu liikmesriikides. Võrreldes Ameerika Ühendriikide väärtpaberituru infrastruktuuriga on Euroopa Liidu väärtpaberiarveldussüsteemid oma ajaloolise tausta tõttu killustatumad ja ebaefektiivsemad. Vähetõhusad, st kulukad ja keerulised, väärtpaberite kauplemis- ja arveldusprotsessid pärsivad aga finantstehingute sooritamist. Sellest lähtuvalt on Euroopa Liidus seatud eesmärgiks Euroopa ühtse ja efektiivse kapitalituru loomine, mille üks element on turvalised, efektiivsed ja mõistliku hinnaga teenuseid pakkuvad väärtpaberiarveldussüsteemid. **Keskpanga jaoks on see teema oluline, sest tema peaülesannete hulka kuulub rahapoliitika elluviimine ja finantsstabiilsuse kindlustamine⁵.**

Väärtpaberituru ja selle infrastruktuuri arengut Eestis on iseseisvumisjärgsetel aastatel mõjutanud eelkõige järgmised tegurid:

- riigi konservatiivne eelarvepoliitika ja laenuvõime, mille tulemusena on laiapõhjalise väärtpaberituru tekkimisele alust loovate valitsuse võlakirjade emiteerimine Eestis olnud tagasihoidlik⁶;
- valuutakomitee süsteem, mille tõttu Eesti Pank ei teosta aktiivset rahapoliitikat ja pankade likviidsuse juhtimine toimub rahvusvaheliste finantsstruktuuride kaudu;
- kuna kohalik ressursid on olnud võrreldes välismaisega kallim, on väärtpaberite (võlakirjade) emiteerimise alternatiivina Eesti majanduse rahastamisel olulist rolli mänginud välismaised otseinvesteeringud ja välismaine laenuvara;
- pangandusel põhinev majanduse (majapidamiste/ettevõtete) rahastamine;
- Põhja- ja Baltimaades toimuv finantsturgude ja nende infrastruktuuride lõimumine, mis tähendab eelkõige konsolideerumist⁷.

Eestis kasutatavad väärtpaberituru infrastruktuurid on järgmised: ainus reguleeritud järelturg Eestis – Tallinna Börs, ühtse elektroonilise väärtpaberite keskregistri pidaja – Eesti Väärtpaberikeskus (EVK) ja keskpangatehingute teostamiseks kasutatavad rahvusvahelised väärtpaberite keskdepositooriumid.

Tallinna Börs ja EVK tegutsevad Põhja-Euroopa suurima väärtpaberituru operaatore ja omaniku **OMXi** osana. OMX koosneb kahest divisjonist: OMX Exchanges, kellele kuuluvad väärtpaberibörsid Stockholmis, Helsingis, Tallinnas, Riias ja Vilniuses ning depositooriumid Soomes, Eestis ja Lätis ehk 80% Põhja- ja Baltimaade väärtpaberiturust, ja OMX Technology, kelle ülesandeks on börsi, depositooriumi ja arvelduste äritegevuseks tarvilike tehnoloogiliste lahenduste väljatöötamine, müümine ja haldamine nii oma grupi kui ka teiste samalaadsete ettevõtete jaoks.

⁵ Vt Eesti Panga Finantsstabiilsuse Ülevaade November 2003, lk 61–64 ja Eesti Panga 2003. aasta aruanne, lk 57–59.

⁶ Eestis on madalaim riigivõlg Euroopa Liidus: 2002. aasta lõpus oli riigivõla suhe SKTsse Eestis 5,8%; teistes uutest liikmesriikides oli vastav näitaja 15,2%st (Läti) 66,4%ni (Malta) (ECB. *Bond markets and long-term interest rates in EU accession countries*. October 2003).

⁷ Konsolideerumine hõlmab ühinemisi ja soetamisi, teenuste sisseostmist, liite ja ühisfirmasid ning näitab kontsentreerituse astet teenuseid pakkuvast sektorist. Konsolideerumine on integratsiooni keskne lüli, mis soodustab integratsiooni ja võib tänu mastaabi- ja ülekandevõrgu säästule vähendada kauplemis-, kliiringu- ja arvelduskulusid (Padoa-Schioppa, T. *Clearing and settlement of securities: A European perspective*. September 2001).

Põhja- ja Baltimaid hõlmava ühtse väärtpaberituru kujundamist soovib OMX läbi viia samm-sammult, alustades börsil kasutatava kauplemiskeskonna ühtlustamisega ja liikudes seejärel edasi ühtsete reeglite, arveldussüsteemide liitumisvõimaluse jms abil täielikult integreerunud ühtse Põhja- ja Baltimaade väärtpaberituru infrastruktuurini. 27. septembril 2004. a võtsid Tallinna, Riia ja Helsingi börsid kasutusele **ühtse kauplemissüsteemi SAXESS**, mida juba varem kasutasid Stockholm, Oslo, Kopenhaageni ja Reykjaviki (Põhja- ja Baltimaade börside liitu NOREX kuuluvad) börsid ning 2005. aastal hakkab kasutama Vilniuse börs.

Väärtpaberitagatisel tehtavate rahapoliitiliste tehingute tarvis kasutatakse vajadusel **rahvusvaheliste väärtpaberite keskdepositooriumide** Euroclear Bank ja Clearstream International hallatavaid väärtpaberiarveldussüsteeme. Kuna Eesti turul puuduvad keskpanga tagatiseks sobilikud võlakirjad, on kommertspankadel Eesti Pangalt likviidsusabi saamiseks võimalik kasutada rahvusvahelistes deponituumides hoitavate kõlbulike võlakirjade müüki⁸. Euroopa Keskpankade Süsteemi läbiviidud hinnangu kohaselt on Eestis kasutatav keskpangaga teostatavate tehingute infrastruktuur sobiv lähtealus eurosüsteemi rahapoliitiliste tehingute vajadustele vastava keskkonna väljakujundamiseks. Esimese lähendusena juurutatakse päevasisene likviidsusinstrument, mille tulemusena saavad kommertspangad lisaks võlakirjade müügile neid keskpangalt ka tagasi osta.

Eesti Panga kui väärtpaberiarveldussüsteemide järelevaataja roll

Eesti Pangale kui riigi keskpangale on oluline, et riigi finantssüsteemi iseloomustaksid stabiilsus, tulemuslik rahapoliitika ja sujuv raharinglus. Kitsamalt väärtpaberiarvelduste infrastruktuuri seisukohast vaadatuna tähendab see, et:

- rahapoliitiliste tehingute teostamine sujub efektiivselt ja turvaliselt;
- riigis toimivad kapitaliturgude infrastruktuurid ei ohusta finantsstabiilsust, sh väärtpaberiarveldussüsteemid ei takista maksesüsteemide sujuvat toimimist.

Seega peavad tõhusalt, turvaliselt ja sujuvalt toimuma nii tehingud rahvusvaheliste deponituumidega kui ka kohalikul turul Tallinna Börsi ja EVK hallatav väärtpaberiarveldussüsteem.

Selleks teostab keskpank väärtpaberiarveldussüsteemide järelevaatamist, mis hõlmab:

- süsteemide ja süsteemioperaatorite kohta statistika kogumist – keskpank vajab teavet selleks, et saada ülevaade süsteemide ja toodete ulatusest ja olulisusest;
- eriti oluliste süsteemide kindlakstegemist ja nende töös ilmnedu võivate finantsstabiilsust ohustavate riskide⁹ tuvastamist – st süsteeme hinnatakse rahvusvaheliste standardite (miinimumnõuete)¹⁰ põhjal;
- Euroopa Keskpankade Süsteemi liikmena rahapoliitiliste tehingute teostamiseks kasutatavatele väärtpaberiarveldussüsteemidele miinimumnõuete¹¹ määramist.

2003. aastal hindas Eesti Pank koostöös Euroopa Keskpankade Süsteemiga tehinguteks keskpangaga kasutatavate väärtpaberiarveldussüsteemide vastavust eurosüsteemi standarditele. Kokkuvõtte on avaldatud Eesti Panga 2003. aasta aruandes.

⁸ Lisaks sellele saavad krediitiasutused likviidsust suurendada, laenates raha juurde pankadevaheliselt rahaturult või müües Eesti Pangale valuutat.

⁹ Väärtpaberiarveldussüsteemides ilmnedu võivad riskid on väljatoodud Finantsstabiilsuse Ülevaates, November 2003, lk 63–64.

¹⁰ CPSS-IOSCO *Recommendations for securities settlement systems*; Euroopa Liidus tegutsevatele väärtpaberiarveldussüsteemidele on loodud Euroopa Keskpankade Süsteemi (ESCB) ja Euroopa väärtpaberituru järelevalve kolmanda taseme komitee (CESR) standardid – *Standards for Securities Clearing and Settlement systems in the European Union*, millele vastavuse hindamismetodoloogia on väljatöötamisel.

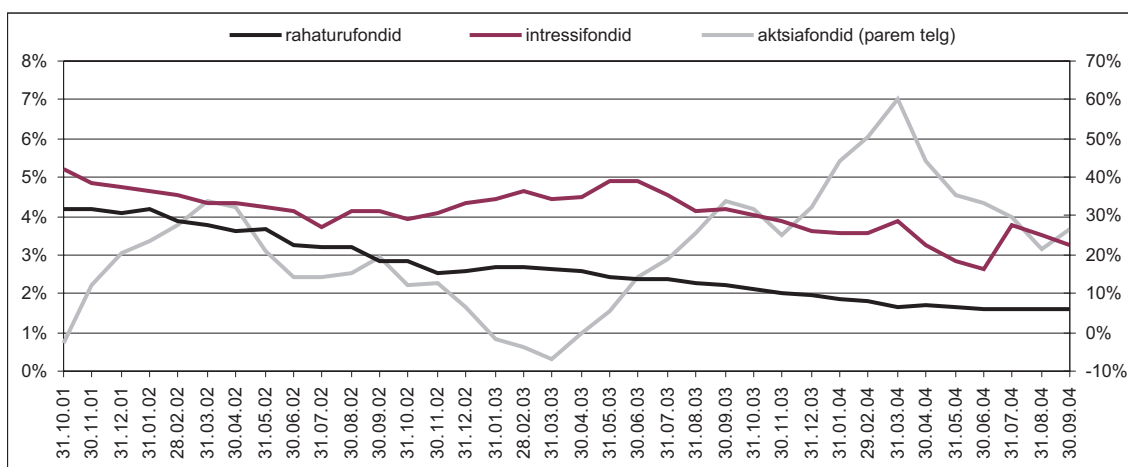
¹¹ Euroopa Keskpankade Süsteem töötas 1998. aastal välja väärtpaberiarveldussüsteemide standardid, mida kasutatakse eurosüsteemi rahapoliitiliste tehingute teostamiseks – *Standards for the use of EU Securities Settlement Systems in ESCB credit operations*.

V

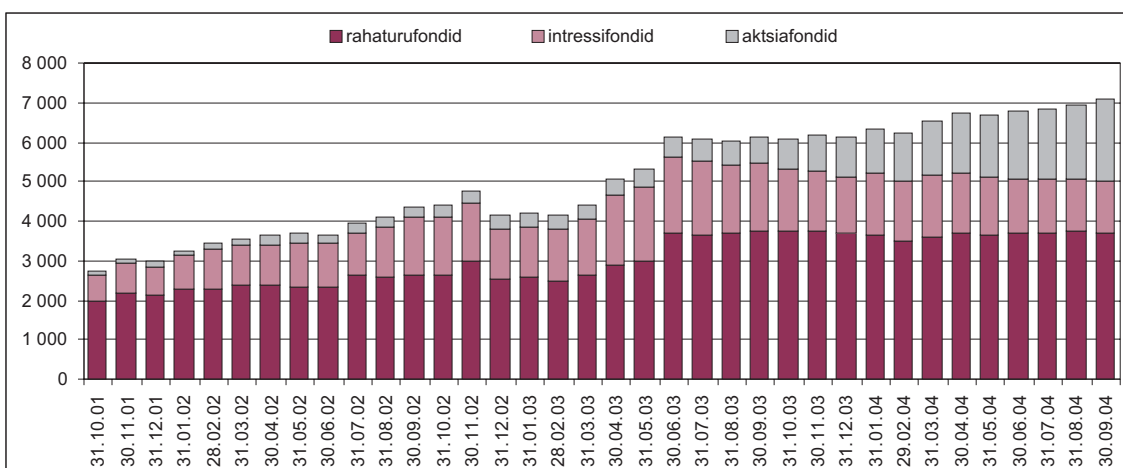
MUUD FINANTSTURUD

Investeeringufondid

Jätkuvalt madalate rahaturuintresside tõttu ja intressitõusu ootuste edasilükkumise ajal langes 2004. aasta esimese kolme kvartaliga rahaturu- ja intressifondide **tootlus** ning käsikäes reaalsektori kogusäästu kahanemisega jätkus 2003. a teises pooles alanud investeeringufondide varade kasvu aeglustumine (vt joonised 5.1 ja 5.2). Nii ettevõtted kui majapidamised eelistasid kinnisvarahindade kiire tõusu tõttu kõrgemat tootlust pakkuvaid kinnisvarainvesteeringuid, majapidamiste säästukäitumist kujundasid lisaks ka pensionik indlustussüsteemi tehtavad sissemaksed.



Joonis 5.1. Investeeringufondide keskmine tootlus

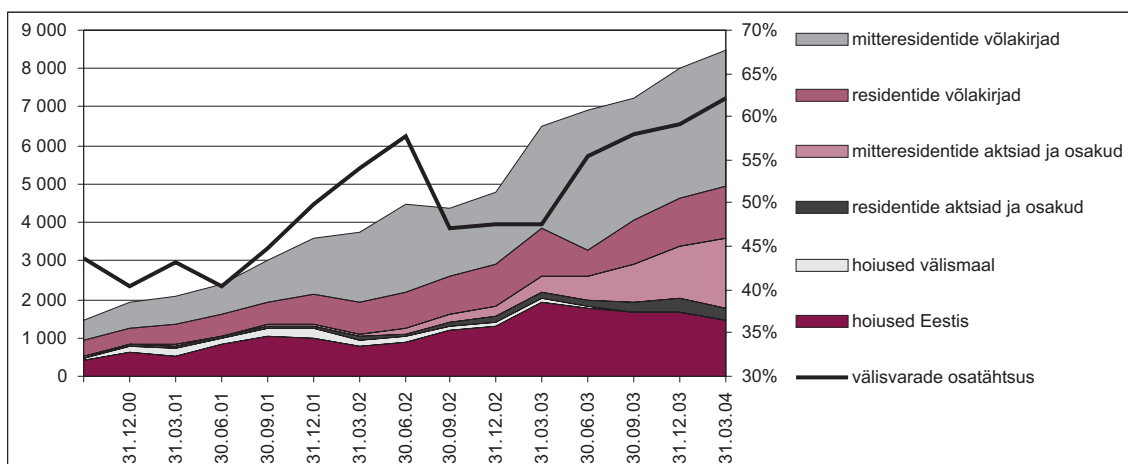


Joonis 5.2. Investeeringufondide maht (mln kr)

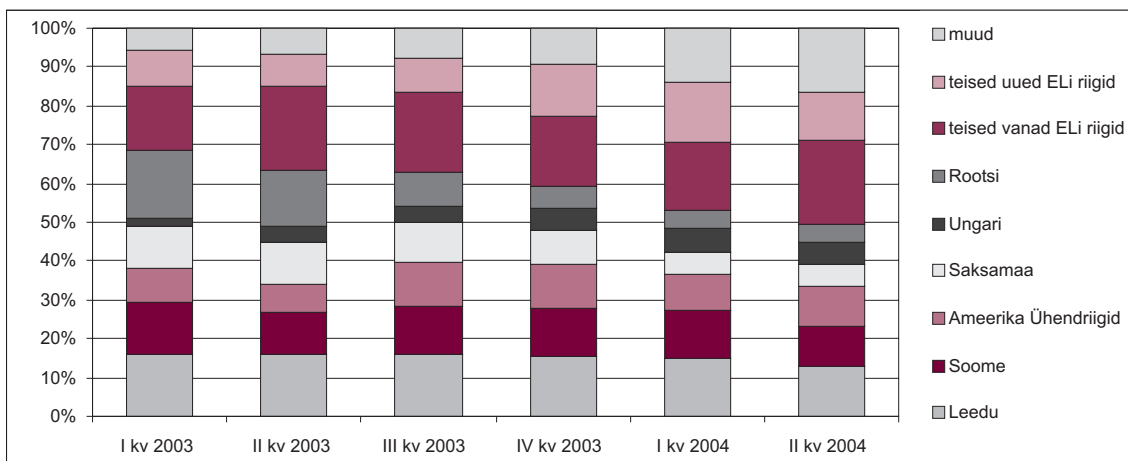
Investeeringufondide mahust moodustavad endiselt suurima osa eelkõige stabiilsemat tootlust pakkuvad ja likviidsemad **rahaturufondide** osakud. Kui 2003. aasta keskpaigani kasvasid jõudsalt ka **intressifondid**, siis pärast seda tõstis Kesk- ja Ida-Euroopa riikide börsidel jätkunud kiire tõus ja maailma aktsiaturgude taastumine järsult **aktsiafondide** tootlust ning tekitas huvi aktsiainvesteeringute vastu. Sellest annab tunnistust intressifondide **mahu** kahanemine ja aktsiafondide mahu mitmekordistumine ning jõudmine

kahe miljardi kroonini. 2004. aasta algusest lisandunud täiendava miljardi krooniga ületavad aktsiafondid pooleteistkordse mahuga intressifonde.

Alates 2003. aasta septembrist on **välisvarade osakaal** fondide mahus kasvanud, ulatudes 2004. aasta septembris 62%ni (vt joonis 5.3). Välisvaradest investeerisid fondid 73% ELi liikmesriikide väärtpaberiturgudele, suurenenud on investeerimine Ameerika Ühendriikide ja teistele ELi välistele turgudele (vt joonis 5.4). ELi uute liikmesriikide turgude, eriti aktsiaturgude, edasise tõusu suhtes on fondihaldurid positiivselt meelestatud. See omakorda võib nendele turgudele tehtavate investeeringute osakaalu tulevikus veelgi suurendada. Investeeringud kohalikul aktsia-, võlakirja- ja fonditurul emiteeritud instrumentidesse küündisid septembri lõpus 1,69 mld kroonini (sh 322 mln krooni eest aktsiaid ja osakuid) ehk 20%ni fondide varadest.



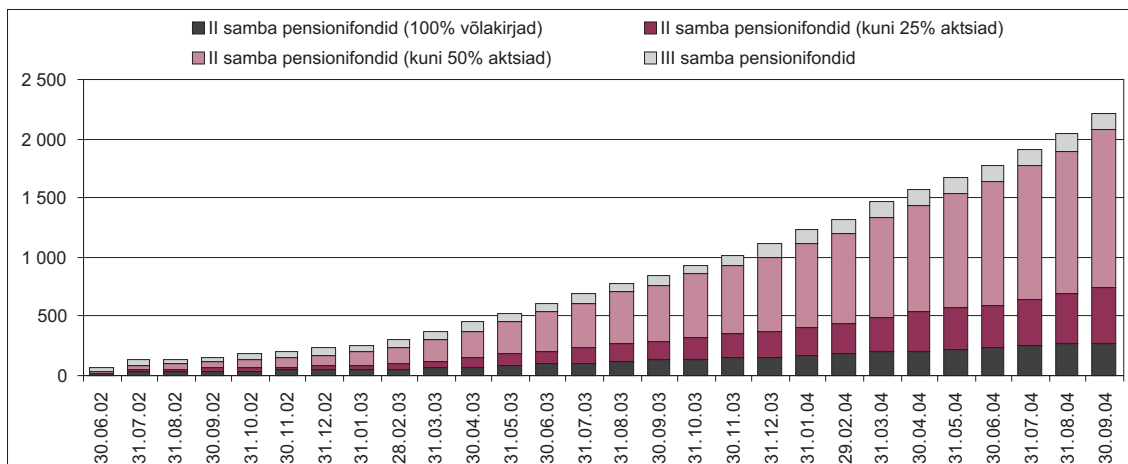
Joonis 5.3. Investeeringis- ja pensionifondide varade struktuur (mln kr; vasak telg) ja välisvarade osakaal (%; parem telg)



Joonis 5.4. Investeeringis- ja pensionifondide välisinvesteeringud residentsuse järgi

■ Pensionifondid ja -kindlustus

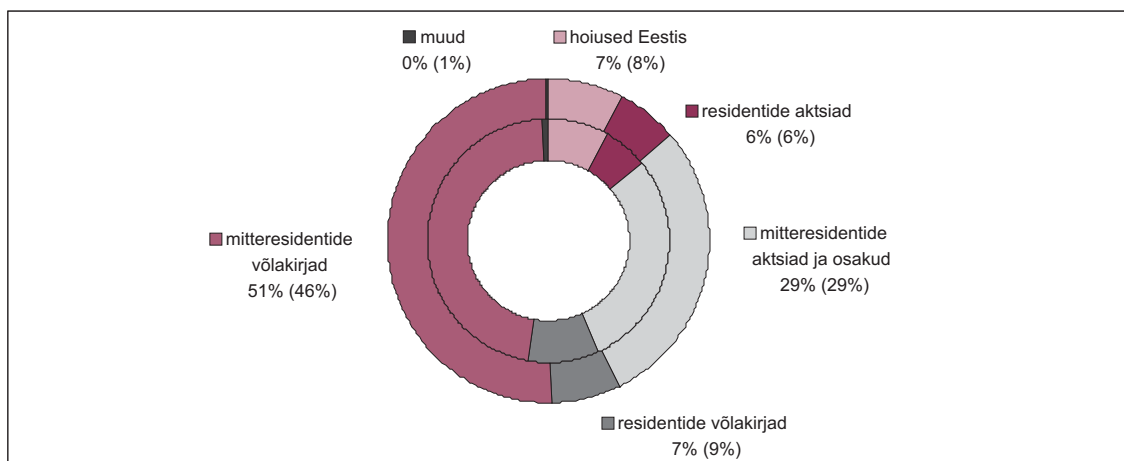
Pensionisüsteemi teise sambaga liitunute arv ületas septembri kolmandal nädalal 400 000 piiri (2003. aasta septembris ületati 300 000 piiri), fondide maht aga kahe miljardi krooni künnise (vt joonis 5.5). Oktoobri lõpuks, kui lõppes neljas liitumislaine, tõusis liitunute arv üle 423 000, mis tähendab, et 2005. aasta alguses teeb sissemaksed 71% hõivatutest (64% tööalisest elanikkonnast).



Joonis 5.5. Pensionifondide varade maht (mln kr)

Pensionikeskuse andmeil jaotus liitumisaktiivsus kogu perioodi peale ühtlasemalt kui varasematel liitumisperioodidel ning edaspidi võib oodata eelkõige fondivalikute vahetamise aktiivsuse kasvu. Arvestades keskmist teise samba pensionifondide juurdekasvu kuus mahuga 130 mln krooni, võib prognoosida 2004. aasta lõpu mahuks ligi 2,5 mld krooni ehk 1,9% SKT suhtes. Kuna 2005. aastaks prognoositakse teise samba pensionifondide sisse makstavaks kuumahuks juba 160–200 mln krooni, ületatakse 3 mld krooni künnis 2005. aasta kevadel ja 4 mld oma vastavalt aasta lõpus.

80% teise samba pensionifondide varadest on paigutatud likviidseimale välisurgudele, kodumaiste aktsiate maht küünib üksnes 104 mln kroonini (vt joonis 5.6). Arvestades ka pensionifondide väikest osakaalu Eesti aktsiaturu investorite hulgas, võib väita, et teise samba pensionifondide panus kohaliku aktsiaturu hindade tõusu toetamisel on jäänud tagasihoidlikuks.

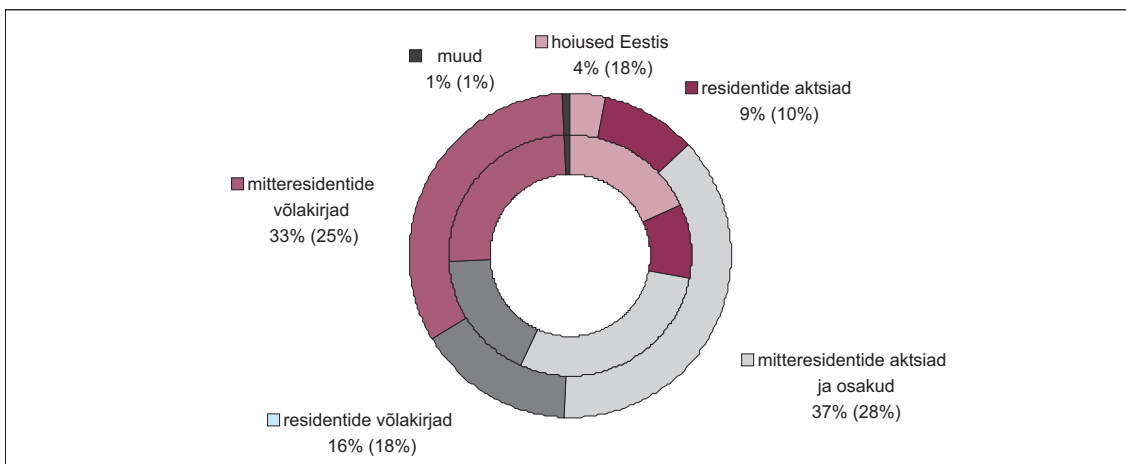


Joonis 5.6. Teise samba pensionifondide varade struktuur 30. juunil 2004 (sulgudes 31. detsembril 2003)

Pensionisüsteemi kolmanda sambaga liitunute arv küündis 2004. a III kvartali lõpul ligikaudu 68 400 inimeseni ehk 11,5%ni töötavast elanikkonnast. Varade maht ulatus ligi 870 mln kroonini, millest kindlustuslepingute reserv moodustas 725 mln krooni ehk 83%¹.

¹ Allikas: Pensionikeskus.

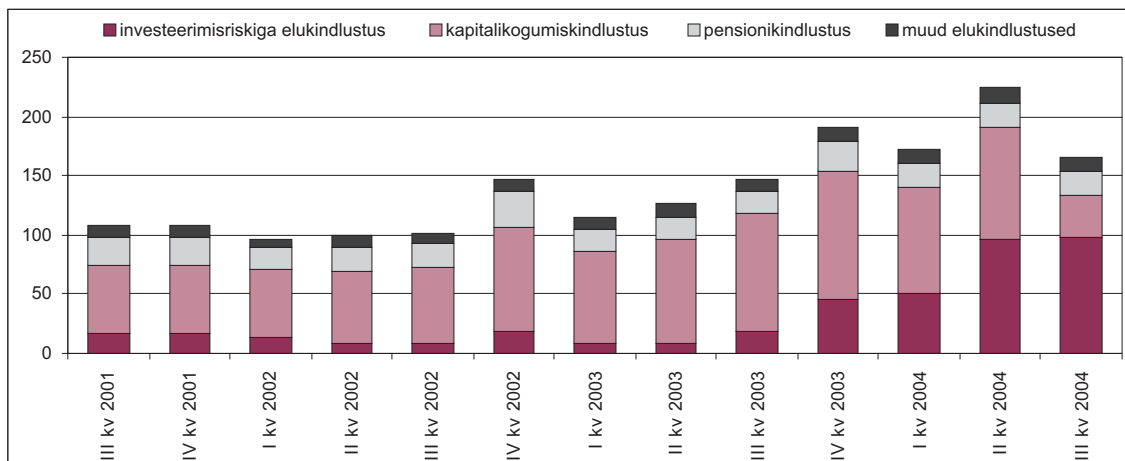
Kuigi kolmanda samba investeeringud on vormistatud jätkuvalt eelkõige kindlustuslepingutena, on fondide mahu osakaal vabatahtliku pensionikindlustuse investeeringutes suurenenud viimase poole aastaga 11%lt 17%le, viies kolmanda samba fondide varade mahu septembri lõpuks 140 mln kroonini. Kolmanda samba fondide investeeringud välisurgudele on suurenenud poole aastaga 53%lt 70%le (vt joonis 5.7). Välisurgudele investeerimine on toimunud eelkõige kodumaiste madala tootlusega hoiuste, vähemal määral kohalike ettevõtete poolt emiteeritud võlakirjade ja aktsiate arvelt. Seetõttu oli residentide emiteeritud aktsiate, osakute ja võlakirjade kogumaht juuni lõpus väga tagasihoidlik, ulatudes 33 mln kroonini.



Joonis 5.7. Kolmanda samba pensionifondide varade struktuur 30. juunil 2004 (sulgudes 31. detsembril 2003)

Kindlustusseltsid

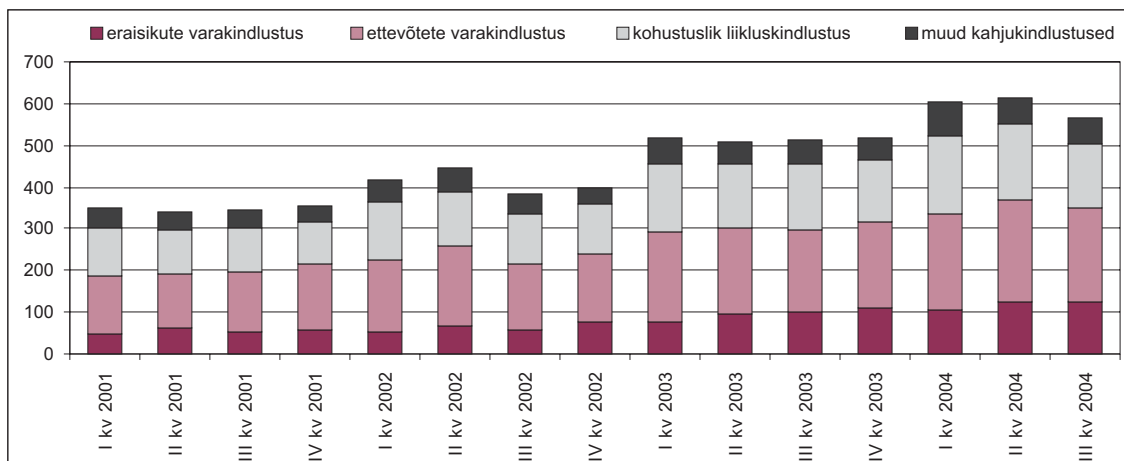
Kindlustusturu arengut on jätkuvalt kiirendanud sisenõudluse kasv ja vabatahtliku pensionikindlustuse levik. **Elukindlustusturu** kasvutempo on viimase aasta jooksul võrreldes eelneva aastaga kiirenenud, ulatudes keskmiselt 40%ni (2003. a samal perioodil 21%). Kasv oli suurim 2004. a II kvartalis, küündides 50%ni võrreldes eelmise aasta sama perioodiga (vt joonis 5.8). Seltsid kogusid brutopreemiaid 750 mln krooni väärtuses, mis on 41% võrra rohkem kui eelneval aastal. Preemiate mahtu kergitasid eelkõige investeerimisriskiga elukindlustuse raames kogutud preemiad, mille hulgas on ka aktiivsete turunduskampaaniade käigus müüdud pensionisüsteemi kolmanda samba tooted. Sellest tulenevalt on oma turuosa kasvatanud pankadega seotud kindlustusseltsid.



Joonis 5.8. Elukindlustusseltside poolt kogutud brutopreemiad (mln kr)

Elukindlustuse kohustused kindlustusvõtjate ees ulatusid 2004. a juuni lõpuks 1,6 mld kroonini (ligikaudu 6% majapidamiste finantsvaradest²), millest ligikaudu poole moodustasid täiendava kogumispensiooni kindlustuse reservid.

Kahjukindlustuse turul jätkus mõningane turuosade ümberjagamine. Brutopreemiaid kogusid kahjukindlustusseltsid viimase aasta jooksul 2,3 mld krooni väärtuses, mis on 22% rohkem kui eelneval aastal (2003. a samal perioodil oli kasv 18%; vt joonis 5.9). Kogutud preemiate kasv tuleneb nii edukast automüügist kui ka aktiveerunud kinnisvaraturust.



Joonis 5.9. Kahjukindlustusseltside poolt kogutud brutopreemiad (mln kr)

² Majapidamiste finantsvarade alla kuuluvad hoiused, pensionifondid ja elukindlustus.

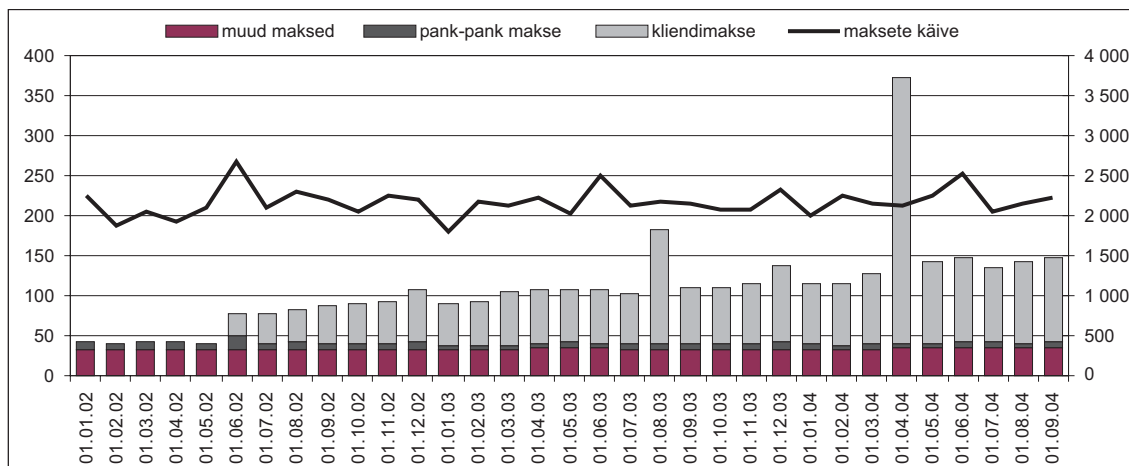
VI MAKSESÜSTEEMID

■ Pankadevaheliste maksete arveldussüsteem

Kiirmaksete arveldussüsteemis (RTGS) arveldati 2004. a II ja III kvartalis keskmiselt 180 makset päevas (vt joonis 6.1). Võrreldes eelmise aasta sama perioodiga kasvas maksete arv 53%. RTGSi maksete arvu suurenemise peamiseks põhjuseks olid kliendimaksed (kasv 77%), mis moodustasid 76% kõikidest reaalajalistest maksetest.

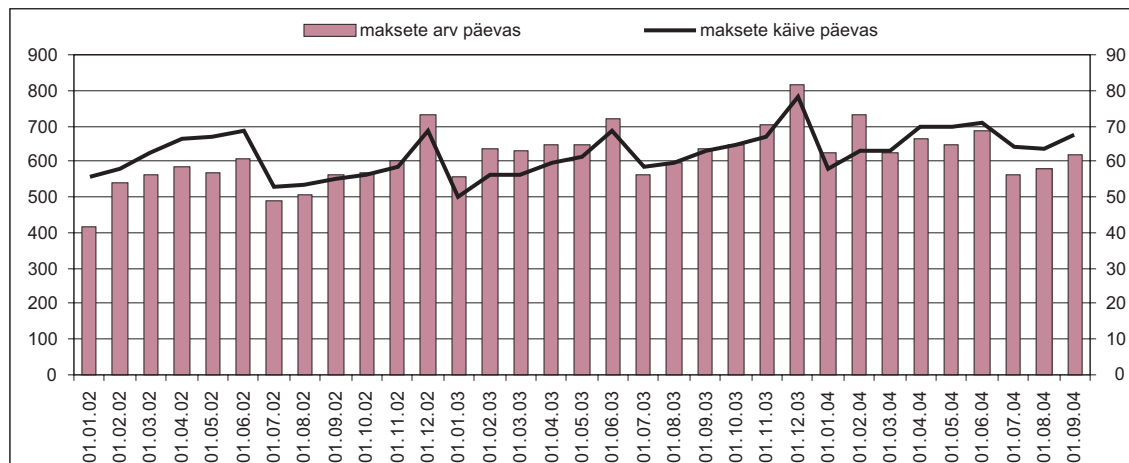
RTGSi keskmine käive oli vaadeldud ajavahemikul 2,2 mld krooni päevas. Suurima osa käibest (62%) moodustasid jaemaksete arveldussüsteemi tagatiskontoga seonduvad maksed. Võrreldes eelmise aasta sama perioodiga kasvas RTGSis arveldatud maksete käive 4%.

RTGSis arveldatud kliendimaksete keskmine suurus 2004. a II ja III kvartalis oli 2,1 mln krooni, kahanedes aasta jooksul 31% võrra.



Joonis 6.1. RTGSis arveldatud maksete arv (vasak telg) ja käive (mln kr; parem telg) päevas (kuu keskmine)

Jaemaksete arveldussüsteemis (DNS) arveldati 2004. a II ja III kvartalis keskmiselt 63 000 makset päevas (vt joonis 6.2). Võrreldes eelmise aasta sama perioodiga kahanes maksete arv 1%. Keskmiselt arveldati



Joonis 6.2. DNSis arveldatud maksete arv (tuh tk; parem telg) ja käive (mln kr) päevas (kuu keskmine)

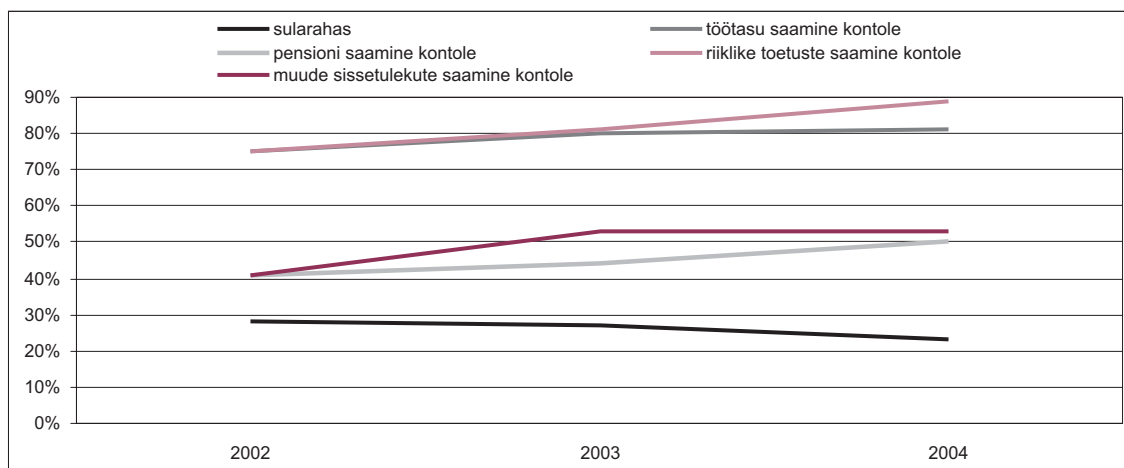
vaadeldud perioodil DNSi vahendusel 676 mln krooni päevas. DNSi käive suurenes võrreldes eelmise aasta sama perioodiga 10%. DNSi makse keskmine suurus oli vaadeldud ajavahemikul 10 800 krooni, kasvades aasta jooksul 11% võrra.

■ Maksevahendus

Maksekeskkond

2004. aastal ei toimunud maksevahenduskeskkonnas suuri muutusi. Seda ajavahemikku iseloomustavad eelnevatel aastatel väljakujunenud trendid.

Eestis tegutsevate krediitiasutuste positsioon eraisikute igapäevaelus on sarnaselt eelmistele aastatele tugevnenud. **Nii sissetulekute saamine kui ka maksete tasumine krediitiasutuste vahendusel on kasvanud** (vt joonis 6.3). Sularaha kasutamine on saavutanud taseme, kus sularahas sissetulekute saajate ja sularahasissetulekuid eelistajate osakaal on võrdsustumas (2004. aastal sai töötasu sularahas 14% ja eelistaks ka edaspidi sellist saamisviisi 11% töötasu saanud eraisikutest¹). Töötasu laekumised ja maksused on omavahel seotud. Isik, kes saab töötasu kontole, maksab ka sagedamini mittesularahalisi makseviise kasutades.



Joonis 6.3. Sissetulekute saamisviisid aastatel 2002–2004

Allikas: EMOR

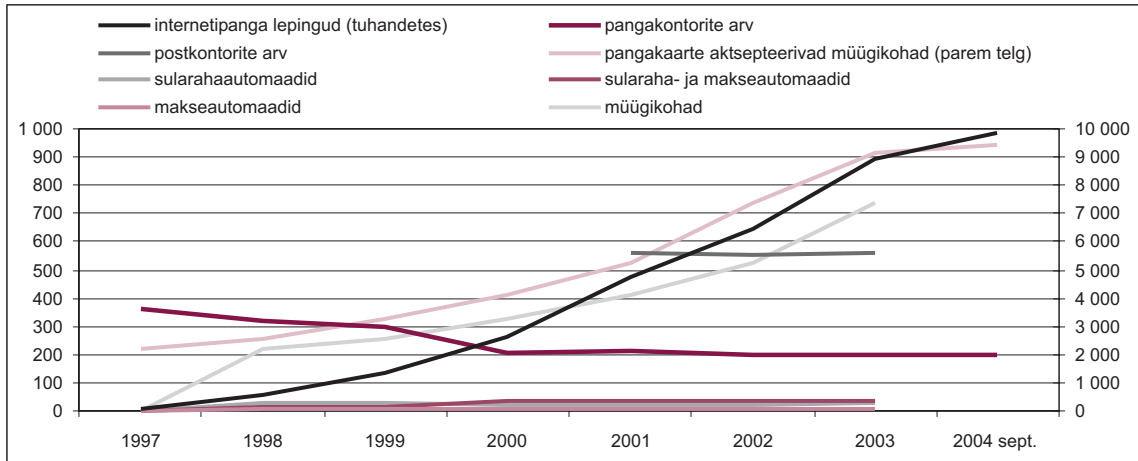
Maksekeskkond on Eestis peamiselt elektroonne ja vähem tõhusate kanalite nagu pangakontorite ja postkontorite arv on viimased neli aastat jäänud samale tasemele või isegi natuke kahanenud² (vt joonis 6.4). Võib järeldada, et pangaklientide rahuldavaks teenindamiseks väljaarendatud pangakontorite ja elektroonsete maksekanalite³ võrk on saavutanud turunõudlust rahuldava taseme.

Elektroonsetest kanalitest kõige enam kasvas **internetipangaga** liitujate arv – 11% (vt joonis 6.4). Kasvutempo jääb alla eelmise kahe aasta näitajatele: tollal kasvas liitujate arv enam kui kolmandiku võrra. Internetipanga kasutamine maksetehingute tegemiseks sõltub n-ö arvutiseerumistasemest ja internetiühenduse kättesaadavusest. **Makseautomaatide ja kaardimakseid võimaldavate müügikohtade** arvu kasv (vastavalt 4% ja 3%) on seostatav uute kaubanduskeskuste ja teeninduskohtade avamisega.

¹ EMORi 2004. aasta septembri maksetavade ja -eelistuste uuring.

² Eesti Posti andmetel.

³ Internetipank, makseautomaadid ja müügikohad.

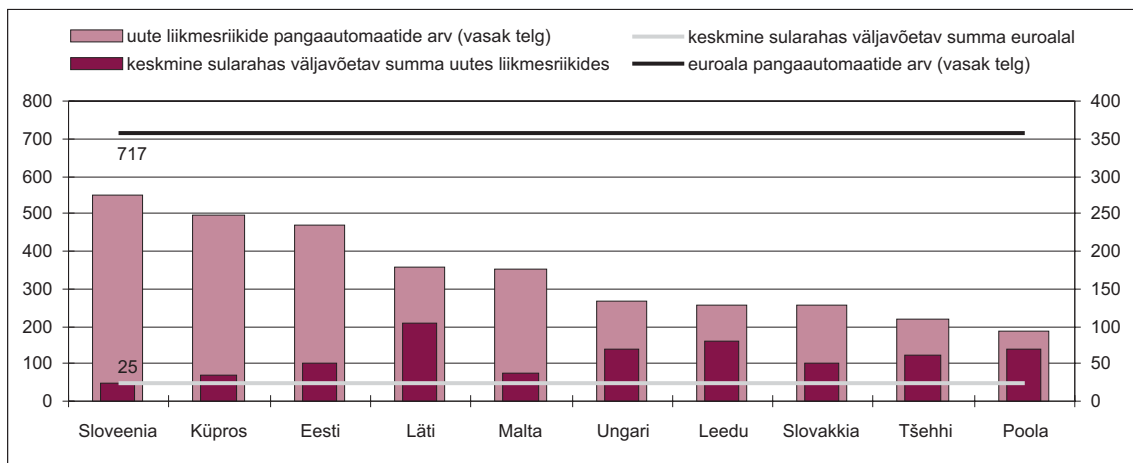


Joonis 6.4. Pankade vahendusel jaemaksete teostamise võimalused Eestis aastate lõikes (näitajad perioodi lõpu seisuga)

Mobiiltelefoni vahendusel oli võimalik kaupade ja teenuste eest tasuda 1525 müügikohas, see arv on ajavahemikul mai kuni september 2004 kasvanud 205 võrra. Eestis on 52 000 mobiilmakse klienti⁴. Erasisikud teevad omavahel kuni 4500 mobiilmakset kuus ning tehingute käive on 1,2 miljonit krooni. Vähem aktiivselt maksavad erasisikud mobiiltelefoni abil kaupmehele ja selliste maksete arv on keskmiselt 600 tehingut kuus⁵.

Pangaautomaatide arvu poolest (miljoni elaniku kohta) on uute liikmesriikide seas esirinnas Sloveenia (551) ja Küpros (494), Eesti (468) on kolmandal kohal (vt joonis 6.5). Euroala vastavad koondnäitajad on uute liikmesriikide omadest kõrgemad.

Korrigeerituna nominaalse SKT suurusele inimese kohta ja võttes aluseks Eesti vastava näitaja, on pangaautomaadist sularahas väljavõetav summa euroalal ja Sloveenias keskmiselt 25 eurot, Küprosel 34 eurot ja Eestis 51 eurot; Lätis on see 103 eurot ja Leedus 80 eurot. Euroalal võetakse pangaautomaadist sularaha keskmiselt 20 korda inimese kohta aastas ja vastavad näitajad on Sloveenias 26, Küprosel 8 ja Eestis 34.



Joonis 6.5. Pangaautomaatide arv miljoni elaniku kohta ja tehingu keskmine suurus uutes liikmesriikides ning euroalal (korrigeerituna nominaalse SKT suurusele inimese kohta ja võttes aluseks Eesti vastav näitaja; EUR) 2002. aasta lõpul

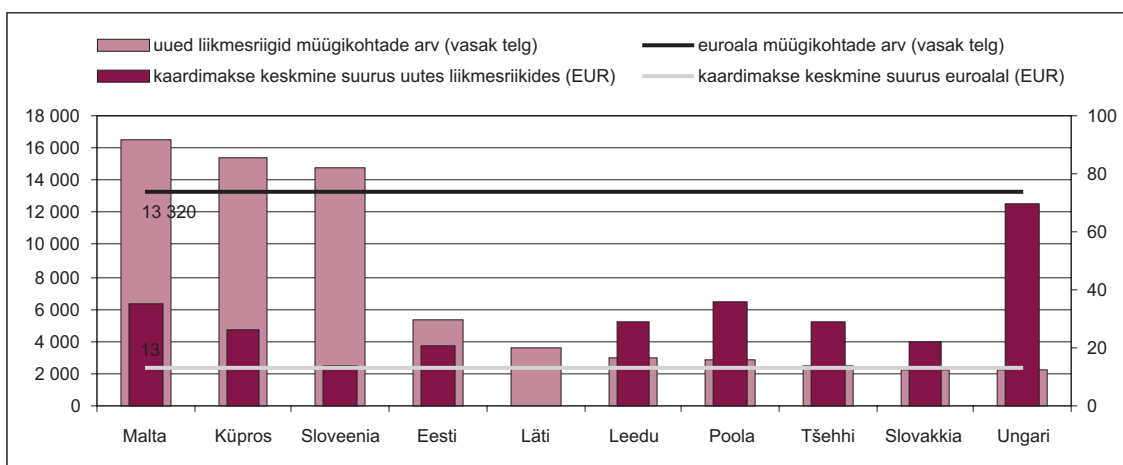
Allikas: ECB

⁴ Juhtival mobiilsideoperaatoril EMT-l on kokku 349 600 lepingulist klienti, mis kajastab mobiilmakse kasvuruumi.

⁵ BNSi andmetel, 14. oktoober 2004. a.

Pangakaardiga tasuta võimaldavate müügikohtade arv miljoni elaniku kohta Eestis (5395) jääb alla nii uute liikmesriikide (6851) kui ka euroala (13 320) keskmistele näitajatele (vt joonis 6.6).

Nii müügikohtade arvu kui ka kaardimaksete keskmise suuruse analüüsi tulemusel võib täheldada seost turisminduse ja ka inimeste maksmisharjumuste vahel. Näiteks, Malta ja Küpros on turismist elatuvad riigid koos paljude majutusvõimalustega, mis kajastub ka nende riikide müügikohtade paljususes (vt joonis 6.6). Hotelliarve tasumisel on tavaline maksta pangakaardiga. Korrigeerituna nominaalse SKT suurusele inimese kohta ja võttes aluseks Eesti vastava näitaja, on kaarditehingu keskmine suurus euroalal 13 eurot. Ungaris, kus pangakaardiga maksmisvõimalused on kasinad, aga makstakse harva, kuid kallite kaupade ja teenuste eest, on see näitaja 70 eurot. Kaarditehingute keskmine arv elaniku kohta on uutes liikmesriikides 13 ja Eestis 25 tehingut. Eestis makstakse pangakaardiga väikeseväärtuseliste maksete eest – tehingu keskmine suurus on 21 eurot ja uutes liikmesriikides keskmiselt 31 eurot⁶.



Joonis 6.6. Pangakaardiga tasuta võimaldavate müügikohtade arv miljoni elaniku kohta ja kaardimakse keskmine suurus uutes liikmesriikides ning eurotsoonis (korrigeerituna nominaalse SKT suurusele inimese kohta ja võttes aluseks Eesti vastav näitaja; EUR) 2002. aasta lõpul

Allikas: ECB

Krediidiasutuste vahendusel teostatavad maksed

Eesti on tuntud elektroonsete makseviiside ulatusliku kasutamise poolest ja vaadeldaval perioodil ei toimunud märkimisväärsed muudatusi inimeste väljakujunenud maksmisharjumustes (vt joonis 6.7). Jätkuvalt maksti vähem telepanga vahendusel ja pangakontorist paberil maksekorraldust tehes. Telepanga maksekorralduste arvu kahanemise üks põhjus on internetipanga teenusest kõrgem hind⁷, mistõttu väikeettevõtetest telepanga kliendid on sellest loobunud ja liitunud odavamaga internetipangaga. 2004. a septembri lõpus oli krediidiasutustel internetipanga kasutamiseks sõlmitud 988 000 lepingut. Otsekorralduste populaarsus kasvab ja selle edasine areng sõltub otsekorralduste ühtse krediidiasutustevahelise toimimisskeemi loomisest.

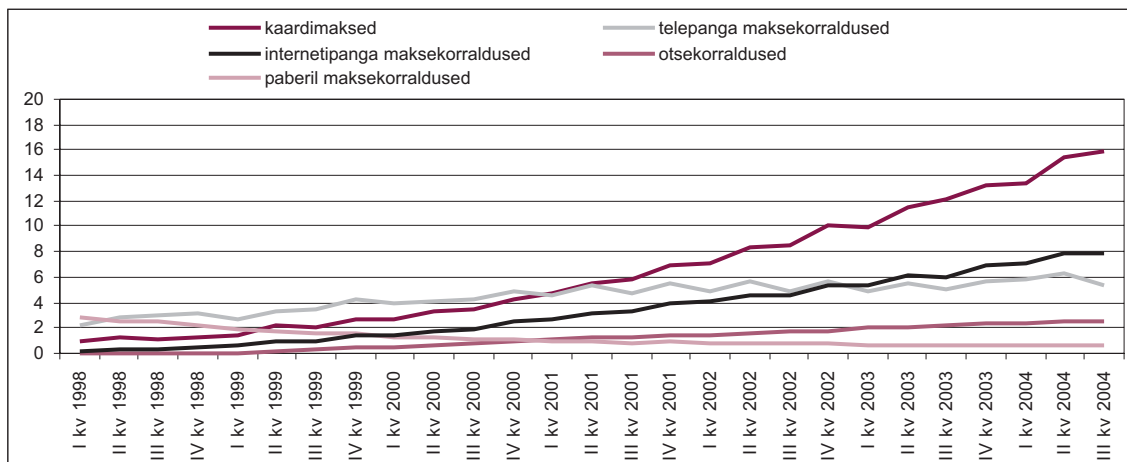
Sularahata makseviiside osas ei sarnane Eesti õieti ühegagi uutest liikmesriikidest⁸. Nii näiteks on Ungaris otsekorralduste osakaal Eestist suurem (Ungaris 22% ja Eestis 8%) ja kaardimaksete osakaal on Eestist

⁶ Seoses erineva andmete kogumise meetodikaga võivad Euroopa Keskpanga kogutud andmed olla mõnes osas võrreldamatud.

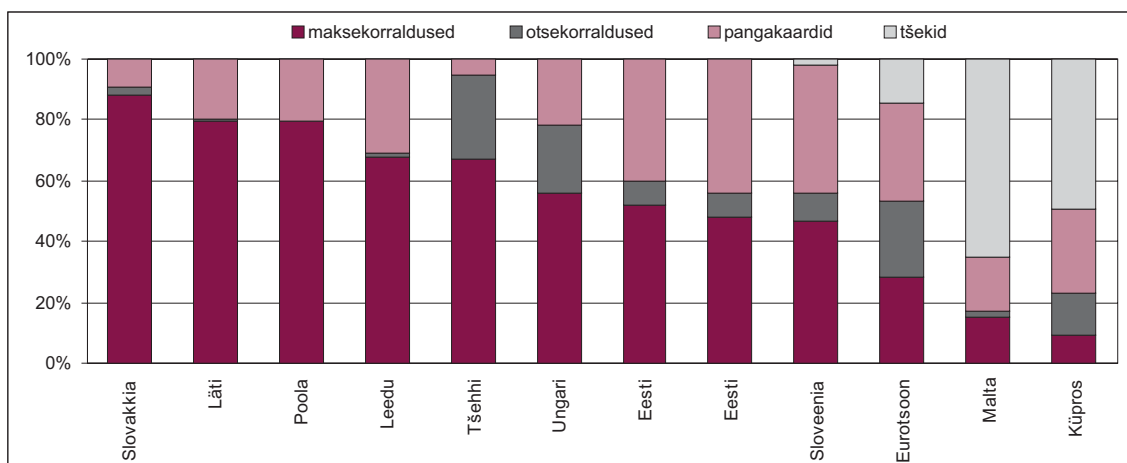
⁷ Telepangaga ühekordne liitumine on tasuta ja igakuiselt tuleb maksta kuutasu, mida arvestatakse kontopõhiselt. Maksekorralduste teenustasud on vastavalt hinnakirjale. Internetipangaga liitumine ja konto hooldus on tasuta ja maksekorralduste teenustasud on vastavalt hinnakirjale.

⁸ Eesti sularahata makseviiside struktuur sarnaneb Soome ja Rootsi omaga, kus kasutatakse peamiselt pangakaarte ja krediidikorraldusi (Finantsstabiilsuse Ülevaade, mai 2004).

kaks korda väiksem (Ungaris 22% ja Eestis 44%; vt joonis 6.8). Sloveeniast erineme selle poolest, et Eestis ei kasutata tšekke. Euroalal on välja kujunenud järgmine sularahata makseviiside struktuur: maksekorraldused 28%, otsekorraldused 25%, kaardimaksed 32% ja tšekid 14%.



Joonis 6.7. Enim kasutatavad makseviisid Eestis (mln tk)



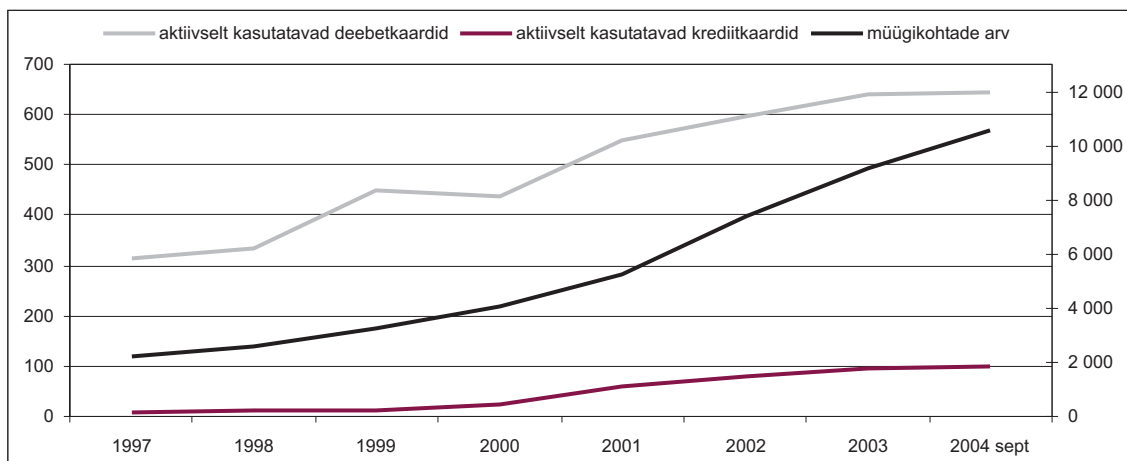
Joonis 6.8. Sularahata makseviiside osatähtsus sularahata maksete koguarvust uutes liikmesriikides ja euroalal 2002. aasta lõpul

Allikas: ECB

Pangakaartide kasutamine

2004. a III kvartali lõpuks olid Eestis tegutsevad krediitiasutused väljastanud 1,3 mln pangakaarti (märtsis 1,2 mln). Jätkuvalt suurenes passiivsete pangakaartide osatähtsus, mis moodustas väljastatud kaartidest 23% (märtsis 21%). Nii II kui ka III kvartali jooksul väljastati ligi 20 000 deebetkaarti ja 20 000 krediitkaarti kvartali kohta. Sel ajavahemikul kasvas krediitkaartide osakaal 17%lt 19%le. Keskmiselt igal viiendal elanikul oli krediitkaart ja aktiivselt kasutas seda iga kümnes elanik.

Tuhande Eesti elaniku kohta oli aktiivselt kasutatavaid pangakaarte 744, neist 643 olid deebet- ning 101 krediitkaardid (vt joonis 6.9). 2004. aastal jätkus krediitkaartide väljastamine stabiilses tempos. Võrreldes 2003. aasta septembriga kasvas krediitkaartide arv 43% võrra, aktiivsete krediitkaartide arvu kasv oli samal ajal 11%.



Joonis 6.9. Pangakaartide arv Eestis 1000 elaniku kohta (vasak telg) ja kaardiga tasuda võimaldavate müügikohtade arv (parem telg) aasta lõpu seisuga

TAUSTINFO

EUROOPA LIIDU SISESTE EUROMAKSETE TEENUSTASUD

Euroopa Liidus reguleerib ELi piires teostatavate euromaksete teenustasusid 2001. aastal vastuvõetud määruse⁹, mis kehtestab eeskirjad kuni 12 500 EUR suuruste eurodes nomineeritud maksete tarvis. Määruse kohaselt peavad liikmesriigis eurodes nomineeritavate siseriiklike maksete ja ELi siseste välismaksete teenustasud olema võrdsed. Alates 1. jaanuarist 2006 plaanitakse määruse laiendamist kuni 50 000 EUR suurustele eurodes nomineeritud maksetele. Määrus kehtib ka nende liikmesriikide vääringus tehtavate välismaksete suhtes, kes on teatanud komisjonile otsusest laiendada määruse kohaldamisala oma vääringule. Selline vääring on näiteks SEK.

Määrust kohaldatakse ainult sellistele ELi sisestele ülepiirilistele maksetele, mis vastavad järgmistele nõuetele:

- makse on summas kuni 12 500 EUR;
- maksja ja saaja pank asuvad Euroopa Liidu liikmesriigis;
- maksekorraldusel on saaja identifitseeritav rahvusvahelise kontonumbri (*IBAN*) ja saaja panga tunnuskoodi (*BIC*) järgi;
- saaja konto *IBAN* ja saaja panga *BIC* viitavad ühele ja samale liikmesriigile;
- maksja ja saaja kannavad rahaülekande kulud;
- maksel on selgitus.

Kui vähemalt üks eelnevatest nõuetest ei ole täidetud, siis ei ole tegemist määruse reguleerimisalasse kuuluva maksega ning sellisel juhul võib makse eest nõutav teenustasu erineda liikmesriigis eurodes nomineeritava siseriikliku makse eest nõutavast teenustasust.

⁹ Euroopa parlamendi ja nõukogu 19. detsembri 2001. aasta määrus (EÜ) nr 2560/2001 eurodes tehtavate välismaksete kohta.

Määruse jõustumise tulemused Eestis

ELiga liitumise hetkeks olid Eestis tegutsevad kommertspangad ühtlustanud eurodes nomineeritavate siseriiklike ja ELi siseste välismaksete teenustasud. Lisaks on suuremates kommertspankades määrusele vastava makse eest nõutav teenustasu oluliselt väiksem kui mistahes muus vääringus tehtava **ülepiirilise makse eest nõutav teenustasu.** Nii näiteks on euros nomineeritud ELi sisese makse eest nõutav teenustasu kolmes suuremas kommertspangas 30 krooni.

ELiga liitumise hetkest odavnesid makse algatajale eurodes nomineeritud siseriiklike ja ELi siseste välismaksete teenustasud. Makse saaja peab raha laekumisel arvestama panga hinnakirjajärgse teenustasuga, mis on vahemikus 85–100 krooni.

OTSEKORRALDUSED

Otsekorralduste skeemid Eestis

Viimaste aastate jooksul Eestis toimunud elektroonsete makseviiside propageerimise tulemusena on pangakliendid maksete eest tasumiseks üha enam hakanud kasutama lisaks muudele elektroonsetele makseviisidele ka otsekorraldust¹⁰. Otsekorralduste populaarsuse kiire kasvu (vt joonis 6.7) peamiste põhjustena võib välja tuua selle kasutamise **mugavuse** ja **lihtsuse**. Lisaks sellele on otsekorraldusteenuse kasutamine raha maksjale tasuta, raha saajale annab aga võimaluse juhtida täpsemalt rahavoogusid ja lihtsustada makseteabe töötlemist.

Käesoleval ajal on Eestis kasutusel kaks erinevat otsekorralduse skeemi: **pangasisene** otsekorralduse skeem ja **pankadevaheline** otsekorralduse skeem (vt joonised 6.10 ja 6.11).

Pangasisene otsekorralduste skeem

1. Raha maksja, raha saaja ja maksja/saaja panga vahel sõlmitakse leping.
2. Raha saaja saadab maksja/saaja pangale maksenõude ja raha maksjale arve.
3. Maksja/saaja pank debiteerib raha maksja kontot ja krediteerib raha saaja kontot.
4. Maksja/saaja pank edastab debiteerimistulemused raha saajale.

Pankadevaheline otsekorralduste skeem

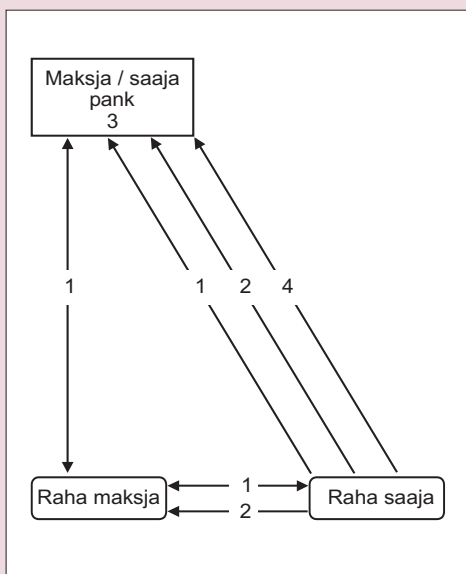
1. Raha maksja, raha saaja ja maksja panga vahel sõlmitakse leping.
2. Raha saaja saadab maksja pangale maksenõude ja raha maksjale arve.
3. Maksja pank debiteerib raha maksja kontot.
4. Maksja pank saadab maksejuhise saaja pankade vaheline **infovahetus käib läbi Eesti Maksekeskuse (EMK)**. Oma olemuselt on nii siin kirjeldatud skeemid kui ka läbi EMK toimivad skeemid analoogsed, erinevus seisneb vaid makseteabe¹¹ töötlejas ja edastajas. Nimelt, kui EMK vahenduseta skeemi kasutamise korral teeb seda pank ise, siis läbi EMK toimivas skeemis korraldab seda EMK.
5. Saaja pank krediteerib raha saaja kontot.
6. Maksja pank saadab debiteerimistulemused raha saajale.

Lisaks eelkirjeldatule kasutatakse nii pangasisese kui ka pankadevahelise otsekorralduse skeemi puhul varianti, mille korral raha saaja ja maksja pankade vaheline **infovahetus käib läbi Eesti Maksekeskuse (EMK)**. Oma olemuselt on nii siin kirjeldatud skeemid kui ka läbi EMK toimivad skeemid analoogsed, erinevus seisneb vaid makseteabe¹¹ töötlejas ja edastajas. Nimelt, kui EMK vahenduseta skeemi kasutamise korral teeb seda pank ise, siis läbi EMK toimivas skeemis korraldab seda EMK.

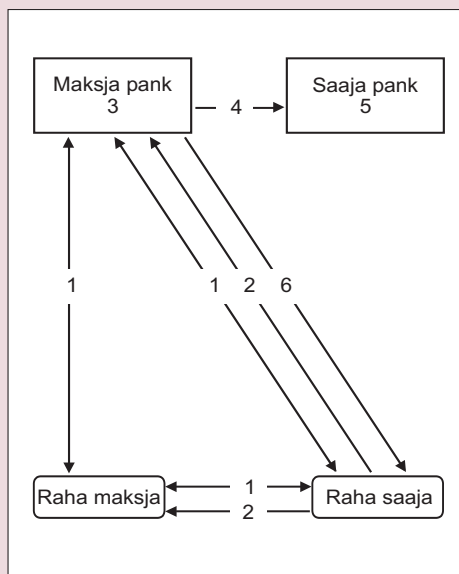
¹⁰ Otsekorraldus on kolmepoolne kokkulepe, millega raha maksja annab maksja pangale õiguse debiteerida raha maksja kontot raha saaja poolt esitatud arvel märgitud summa ulatuses.

¹¹ Makseteabe all mõeldakse maksenõudeid ja/või debiteerimistulemusi.

Kokkuvõtteks võib öelda, et otsekorraldusteenuse turul **puudub ühtne toimimisskeem**.



Joonis 6.10. Pangasisene otsekorralduste skeem



Joonis 6.11. Pankadevaheline otsekorralduste skeem