

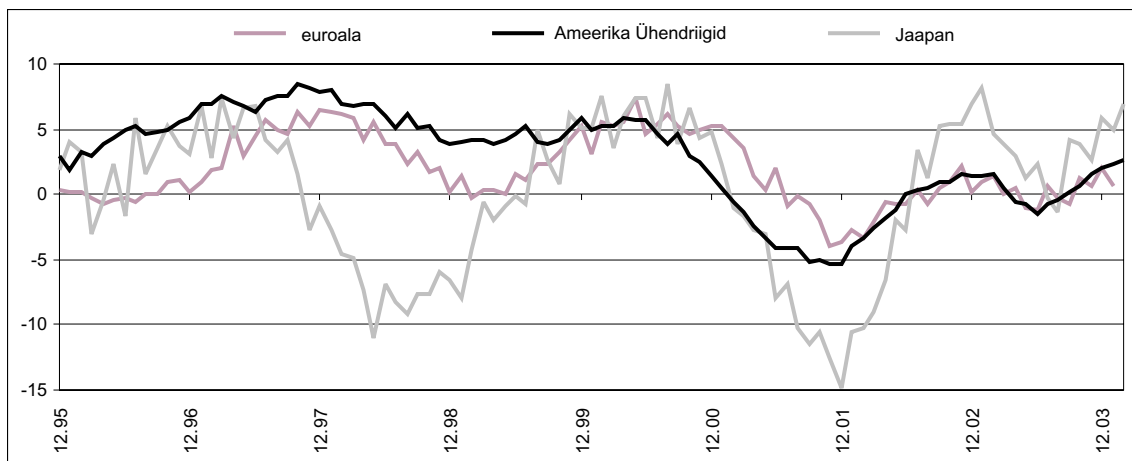
I MAAILMAMAJANDUS JA EESTI MAJANDUS

■ Väliskeskkond

Gloaalne majandustsükkel

2003. aasta suve lõpp-sügise algus oli globaalse majandustsükli pöördepunktiks. Pärast kõigis suuremais majanduspiirkondades valitsenud surutist hakkas majandus taas elavnema. Aktiivsem oli see Ameerika Ühendriikides, kus majanduskasvuks kujunes aasta kokkuvõttes 3,1%, ja Jaapanis (2,7%). Aeglasem oli taastumine euroalal, kus majanduskasvuks jäi 0,4%. Majanduse kasvutempo aeglustus ka Soomes ja Rootsis, kus tootmismahd vähenes. 2004. aastaks ennustatakse USAle majanduskasvuks 4,6%, Jaapanile 2,8 ja euroalale 1,7%¹.

Vahepeal negatiivsed olnud **tööstustoodangu** aastakasvu näitajad muutusid samuti 2004. a alguseks positiivseks, ulatudes Ühendriikides 2,7%ni ja euroalal 2,1%ni (vt joonis 1.1). Ka Rootsis kiirenes tööstustoodangu kasvutempo aasta alguses taas. Seevastu Soomes on mõnel kuul tootmismahd koguni vähenenud.



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

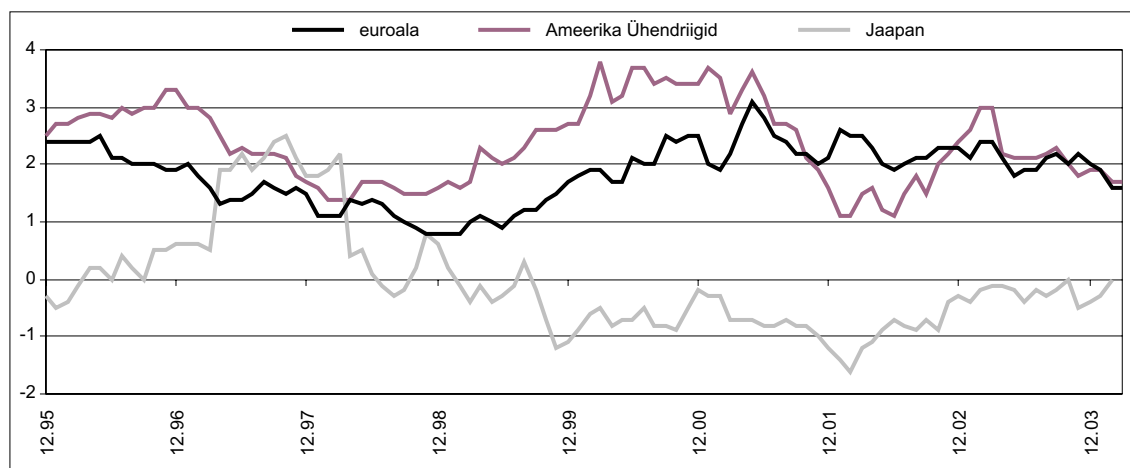
Maades, kus majanduskasv oli suurem, kasvas ka **tööhõive**. Ühendriikides näiteks vähenes töötus 2003. a juuni 6,3%lt 2004. a märtsiks 5,7%le. Euroalal on aga tööpuuduse tase olnud alates 2003. a märtsist stabiilselt 8,8%. Ka Soomes on tööpuudus püsinud 2003. a tasemel, Rootsis aga kasvanud (veebruaris oli töötus viimase nelja aasta suurim – 5,6%). Majapidamiste **tarbimisvalmidus** oli 2003. aastal nii Soomes kui ka Rootsis tugev, kuid tööturu olukorra halvenemise tõttu on Rootsis majapidamiste kindlustunne vähenenud.

Majanduse elavnemine ei suutnud pidurdada **riigieelarve puudujäägi** edasist kasvu Ühendriikides ja euroalal. USAs suurenes defitsiit 2003. a lõpuks 3,6%ni SKP suhtes, euroala riikidest aga ületas Saksamaa

¹ Consensus Forecasts, märts 2004

ja Prantsusmaa eelarve puudujääk 2003. aastal stabiilsuse ja majanduskasvu paktis sätestatud 3% piiri. 2004. aastaks ennustab Euroopa Komisjon 3% tasemest suuremat puudujääki lisaks neile kahele suurimale riigile veel Itaaliale, Hollandile, Portugalile ja Kreekale.

Inflatsioonisurve oli suuremais majanduspiirkondades väike. Kuigi tooraine kallinemine (nafta hind tõusis märtsis viimase 13 aasta ja toormehindade CRB indeks viimase 7,5 aasta kõrgeima tasemeni) avaldas survet USA ettevõtete sisendhindadele², neutraliseeris suure osa sellest Aasia riikidest saabunud odav import. Ühendriikides langes tarbijahindade aastakasv 2004. a veebruariks-märtsiks 1,7%ni ning Jaapanis püsis 2003. a lõpul-2004. a algul väike deflatsioon (kuni -0,5%; vt joonis 1.2).



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

Euroalal langes inflatsioonitempo 2004. a veebruariks-märtsiks 1,6%ni, mis on madalaim tase alates 1999. aastast. Soomes on inflatsioonitempo euroala madalamaid ning vahetuskursi muutumise ja maksumuudatuste tõttu esines märtsis esimest korda väike deflatsioon (-0,4%). Ka Rootsis, kus 2003. aastal oli inflatsioonitase suhteliselt stabiilselt 2% juures, on see 2004. aastal pidevalt alanenud (oli märtsis 0,4%). Seetõttu alandas Rootsi keskpank 1. aprillil baasintresse 50 baaspunkti võrra – 2%ni.

Rahvusvahelised finantsturud

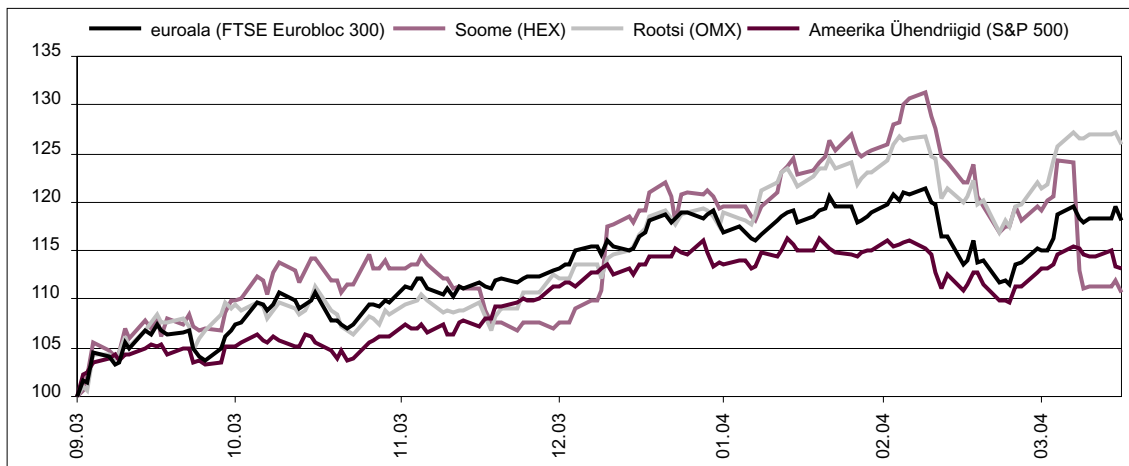
Aktiaturgudel on viimastes kvartalites jätkunud tõusutrend, mis tugineb maailmamajanduse elavnemisele ja selle väljavaadete paranemisele. Vaatlusaluse perioodi³ kokkuvõttes oli aktsiahindade tõus Soomes, võrreldes euroala keskmisega ja Rootsiga, suhteliselt tagasihoidlik (vt joonis 1.3). See oli osaliselt seotud teatega Nokia müügi mahu langusest. Üleilmselt hakkas aktsiaturgude edasist tõusu I kvartali lõpus pidurdama kartus, et majandustsükli kiirenemisfaas võib lõppeda 3–6 kuu jooksul. Teatavat negatiivset mõju avaldasid turgudele ka poliitilise olukorra pingestumine Iraagis ja terrorirünnak Madridis. Tänu majandustsükli kasvufaasile peaksid põhinäitajad lähiajal siiski aktsiainvestoreid ergutama, kuid mõned turud võivad ülejäänuid suuresti erineda.

Rahaturud. Keskpankade rahapoliitika oli riigiti erinev, sõltudes sellest, kuidas elavnemisprotsess kulgeb:

- Euroopa Keskpank ning Ühendriikide ja Jaapani keskpank säilitasid neutraalse rahapoliitika, hinnates võimalikke riske majanduskasvule ja inflatsioonile suhteliselt tasakaalustatuiks;
- aktiivsema majandusega riikides (Austraalia, Uus-Meremaa ja Suurbritannia) asusid keskpangad baasintressi tõstes rahapoliitikat karmistama;
- Rootsi, Norra ja Kanada keskpank langetasid baasintressi 75 baaspunkti võrra.

² Dollari odavnemise tõttu surve euroala ettevõtete sisendhindadele praktiliselt puudus.

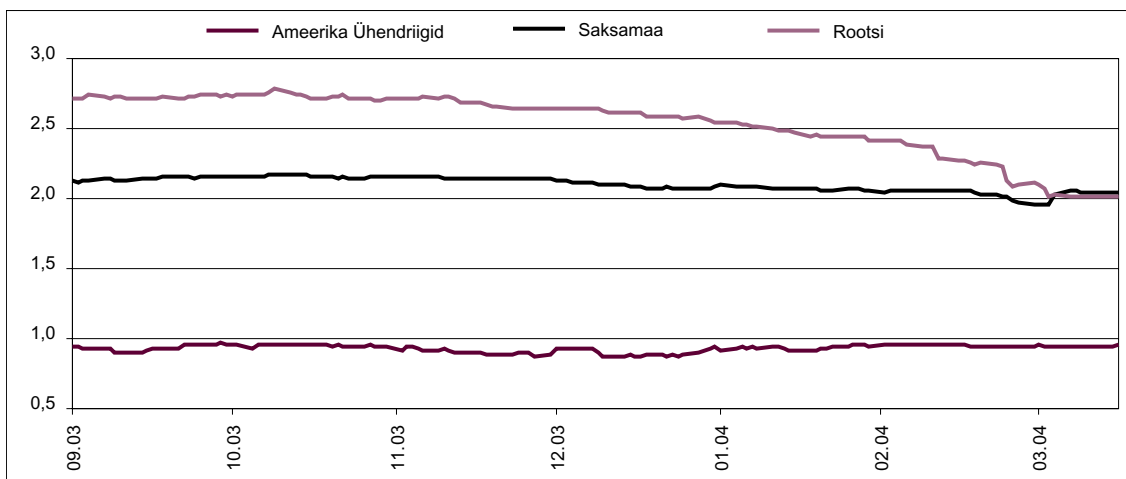
³ Ülevaade käsitleb arengut ajavahemikul 30. september 2003 kuni 14. aprill 2004.



Joonis 1.3. Ameerika Ühendriikide, euroala, Rootsi ja Soome aktsiaindeksid (30. september 2003 = 100)

Allikas: EcoWin

Ühendriikides jäid lühiajalised (3 kuu) intressimäärad ligikaudu endisele tasemele (vt joonis 1.4). Tulevikutehingute põhjal võib öelda, et aprilli keskpaigaks oli turg eeldanud, et 2004. a septembriks tõusevad baasintressid 25 bp võrra ja novembriks-detsembriks 50 bp võrra. Euroalal 3 kuu intressimäär langes, kuna väikese majanduskasvu tõttu eeldas turg vahepeal, et baasintressi võidakse 2004. aastal alandada. Aprilli keskpaigaks oli see siiski praktiliselt asendunud ootusega, et ca 80%se tõenäosusega võib Euroopa Keskpanngalt oodata baasintressi tõstmist 25 bp võrra 2004. a IV kvartalis.



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

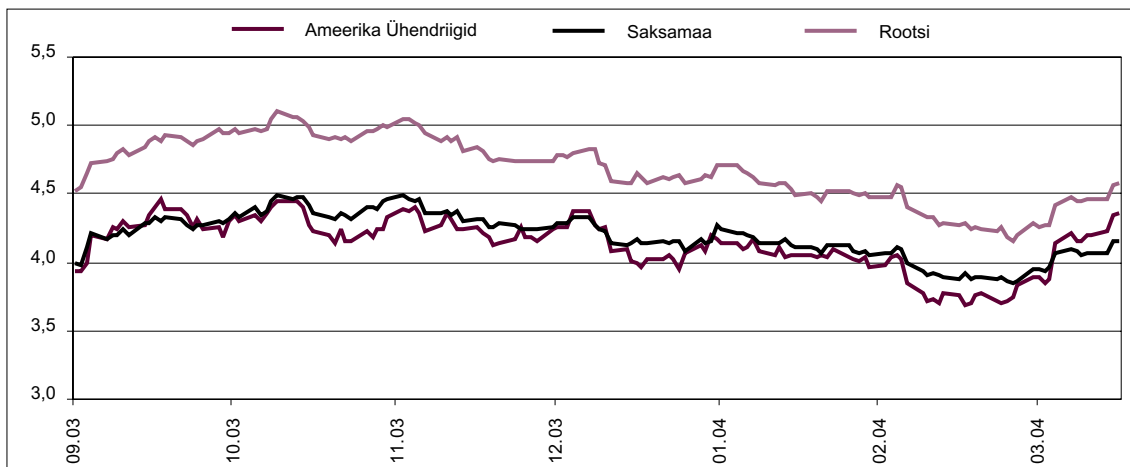
Allikas: EcoWin

10 aasta intressimäärad langesid USAs, euroalal ja Rootsis kuni 2004. a märtsi keskpaigani, kuid hakkasid seejärel Ühendriikide tööturu näitajate põhjal taas kiiresti tõusma (vt joonis 1.5).

Valuutaturgudel jätkus 2003. a IV kvartalis Ameerika Ühendriikide dollari nõrgenemine teiste põhivaluutade suhtes. See trend nõrgenes 2004. a I kvartalis, tuues kaasa mitme valuuta kursi suurema kõikumise. Euro kursi muutumises võib eristada nelja põhitegurit:

- euroala on käesolevas majandustsüklis mahajääja, samal ajal kui USAs ja Aasia riikides on majandusaktiivsus märgatavalt suurenenud;

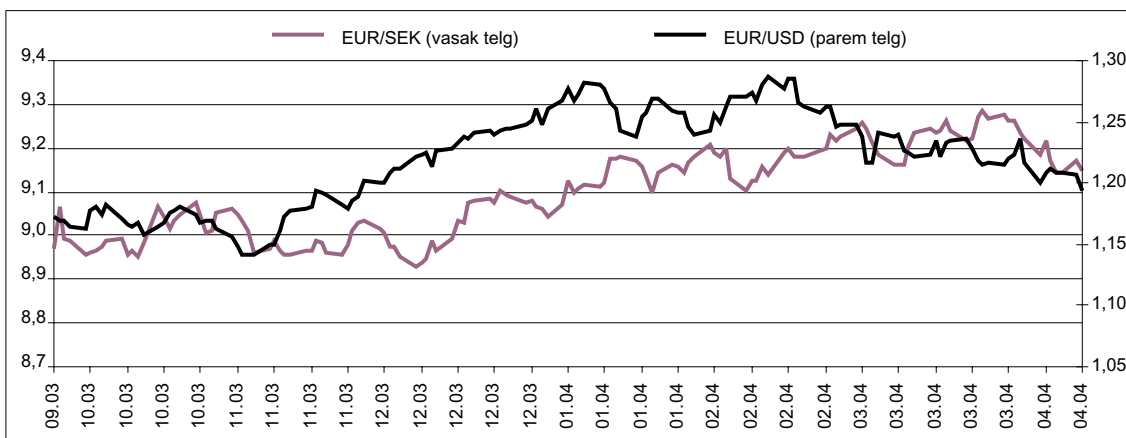
- intressivahe muutumine on olnud euro jaoks ebasoodne, kuna baasintressi tõstmise ootused on nihkunud hilisemale ajale;
- viimaste kuude andmeil on kapital euroalalt välja voolanud;
- euro kui dollariga võrreldes väiksema riskiga valuuta staatus nõrgenes seoses Madridi terroriaktiga.



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

Allikas: EcoWin

Rootsi kroon nõrgenes euro suhtes kuni 2004. a märtsi lõpuni. Oma osa oli selles rahapoliitika leevendamisel Rootsi keskpanga poolt. Aprillis hakkas aga kroon taas tugevnema, kuivõrd euro põhilised majanduslikud alusnäitajad nõrgenesid (vt joonis 1.6).



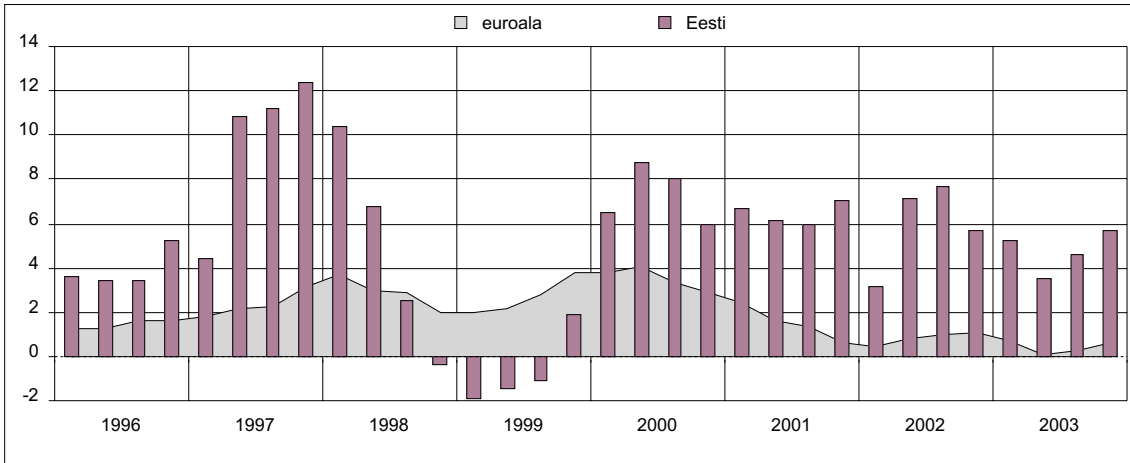
Joonis 1.6. Euro kurss Rootsi krooni ja Ameerika Ühendriikide dollari suhtes

Allikas: EcoWin

■ Eesti majandus ja makroriskid

Majanduskasv ja välistasakaal

2003. a II poolel hakkas **majanduskasvu** tempo järk-järgult taastuma, jõudes IV kvartalis üsna potentsiaali lähedale (5,7%ni). **Kokkuvõttes ületas Eesti majanduskasv 2003. aastal euroala vastava näitaja 4,4 protsendipunktiga, mis tähendas suhteliselt kiiret lähenemise jätkumist ka maailmamajanduse mõonaperioodil** (vt joonis 1.7).

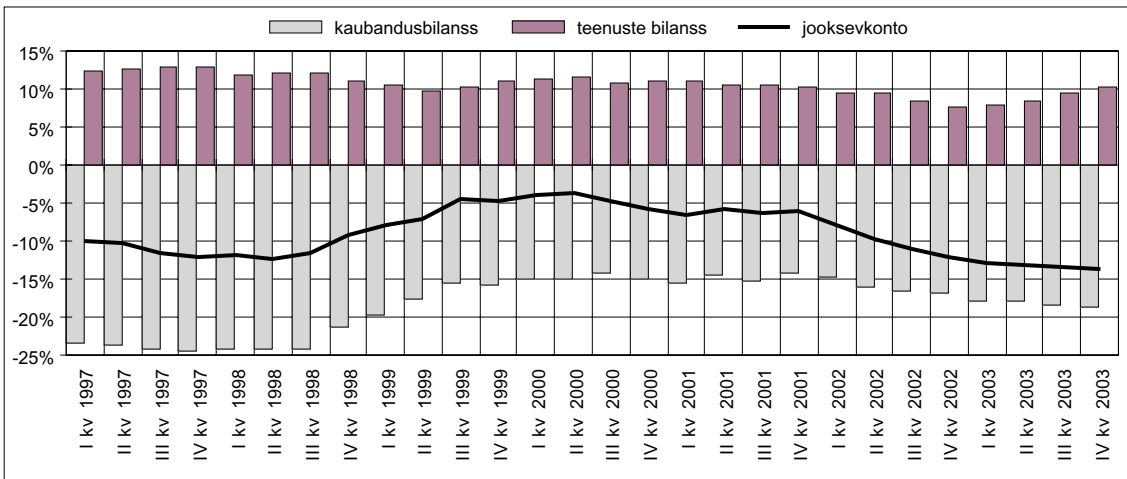


Joonis 1.7. SKP reaalkasv kvartalite lõikes (%)

Allikas: Eesti Statistikaamet; Eurostat

Soodne rahvusvaheline intressikeskkond toetas jätkuvalt Eesti sisenõudlust. Samas viitab maksebilansistatistika sellele, et sisenõudluse ekspansiivsus on mõneti vähenenud: kuigi **kaubavahetuse** puudujääk oli 2003. a II poolel eelmise perioodiga võrreldes veelgi suurem, kompenseeris selle teenuste bilansi ülejäägi kasv. Kokkuvõttes vähenes kaupade ja teenuste defitsiit ehk määr, mille võrra sisenõudlus ületas sisemajanduse koguprodukti, II poolaastal 9%ni SKP suhtes.

Puudujäägi mõningane vähenemine kaupade ja teenuste osas ei suutnud aga tasakaalustada netotulu väljavoolu suurenemist, mistõttu **jooksevkonto defitsiit** suurenes aasta lõpuks 13,7%ni SKP suhtes (vt joonis 1.8). Halvenes ka Eesti investeerimispositsioon: võrreldes 2002. a lõpuga kasvas välisvõlg SKP suhtes ligi 10 protsendipunkti võrra (75%ni SKP suhtes). **Majanduse tasakaalustamise seisukohalt on eelseisvail perioodidel määrava tähtsusega säästmise ja investeeringute saldo paranemine ning võlakohustusi suurendava sisenõudluse kasvu pidurdamine.**



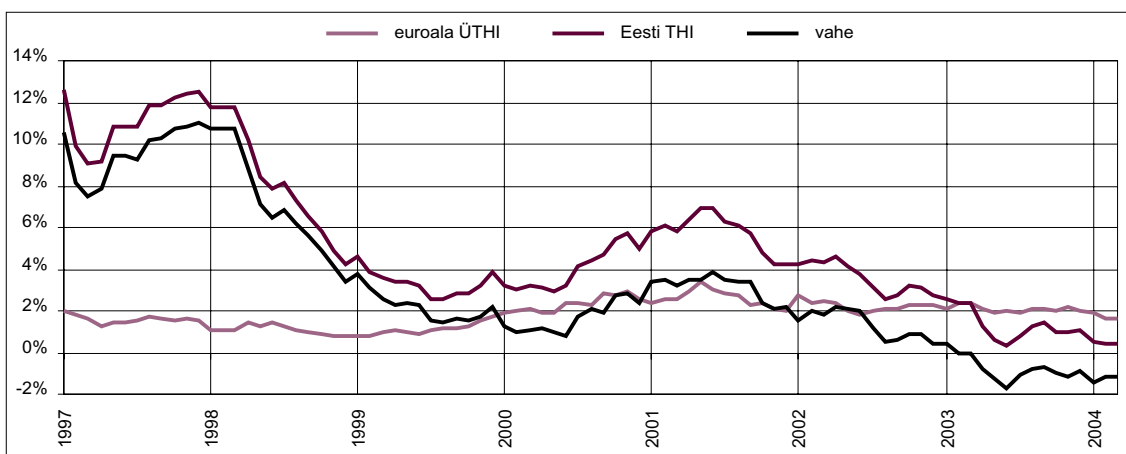
Joonis 1.8. Väliskaubandusbilansi, teenuste bilansi ja jooksevkonto saldo suhe SKPsse (nelja kvartali keskmine)

Nõudluse komponentidest toetas majanduskasvu traditsiooniliselt kõige rohkem eratarbimise ning investeeringute kasv. Kui **eratarbimine** suurenes samas tempos SKPga, siis **investeeringute** kasvutempot peegeldab nende osakaalu suurenemine ligi 33%ni SKP suhtes. Sarnaselt varasemate perioodidega oli ka 2003. a II poolel tegemist enamasti investeeringutega koduturule suunatud tegevusaladesse (sh ka ühekordsed energeetika- ja veondussektori suurprojektid). Suletud sektori investeeringute kiirem kasv varjutas eksporttoodangu valmistamisega otsesemalt seotud harude investeeringute vähenemise.

Inflatsioon

2003. a teisel poolel jätkus välise hinnasurve vähenemine. Lisaks üleilmselt tagasihoidlikule nõudlusele hoidsid inflatsioonitempot madalal ka euro nominaalkursi tõus enamiku suuremate valuutade suhtes ning toidu ja kütuse hinna langus. Sisemaistest teguritest osutus täiendavaks inflatsiooni pärssivaks teguriks administratiivsete hinnatõusude puudumine. Nende tegurite koosmõjul alanes tarbijahindade aastakasv 2003. a kokkuvõttes 1,3%ni (vt joonis 1.9).

Vaatamata 2004. a algust iseloomustanud kõrgetele inflatsiooniootustele, hinnakasvu survet neljal esimesel kuul ei täheldatud. Mullu madala inflatsioonitaseme aluseks olnud tegurite (tugev euro, nõrk nõudluskeskkond, nafta stabiilne hind eurodes) mõju ei ole veel hajunud.



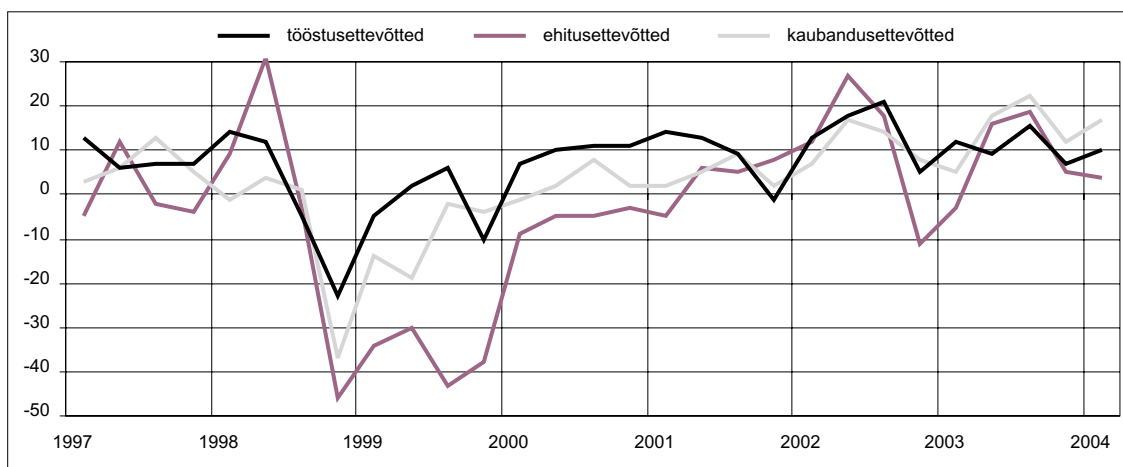
Joonis 1.9. Tarbijahindade aastakasv Eestis ja euroalal

Allikas: Eesti Statistikaamet; Eurostat

Ettevõtete majanduslik olukord

Kindlustunne

Eesti Konjunktuuriinstituudi (EKI) hinnangul 2003. a sügis-talvel mõnevõrra suurenes Eesti ettevõtete optimism arenguväljavaadete suhtes (vt joonis 1.10). Positiivne trend jätkus ka 2004. a alguses. Erinevalt varasemast ajast, põhines optimismi kasv seekord mitte otseselt nõudlust peegeldavil näitajail (nt tellimuste arv sise- ja välisurul), vaid eelkõige tulevaste perioodide hinnanguil.

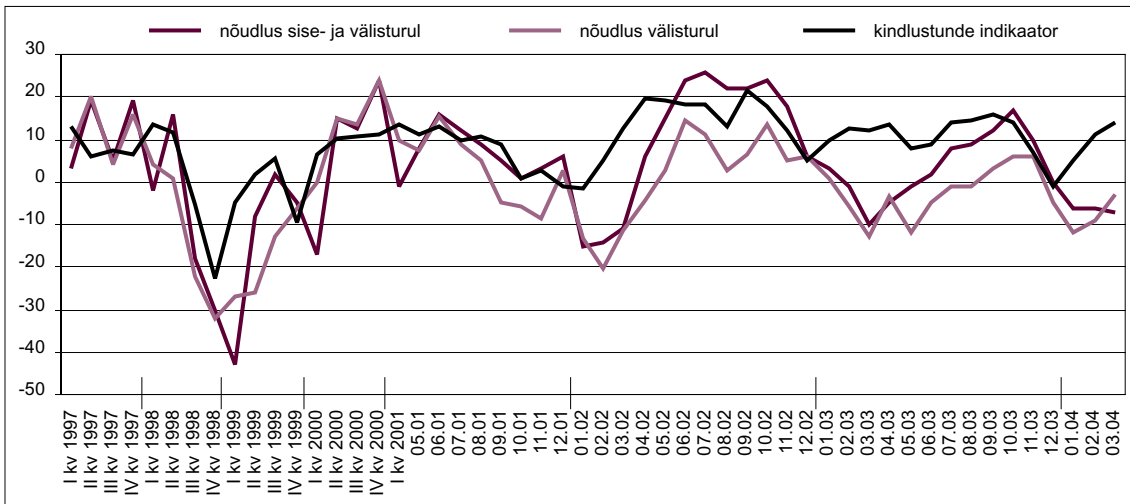


Joonis 1.10. Eesti ettevõtete kindlustunde indikaatorid

Allikas: Eesti Konjunktuuriinstituut

2004. a märtsis kogutud andmeist nähtub, et kõigi vaadeldud majandusharude hinnangud on detsembriga võrreldes tõusnud, seda osaliselt küll sesoonsetel põhjustel. Ent kuivõrd nii tööstus-, ehitus- kui ka kaubandusettevõtete hinnangud olid kõrgemad ka 2003. a märtsi omadest, siis võib sellest järeldada, et majandusaktiivsus on kasvanud ka sesooneid tegureid arvestamata.

2003. a II poolel muutus optimistlikumaks ka **tööstusettevõtete** hinnang välisnõudlusele (vt joonis 1.11). Positiivsem hinnang järgnevatel kuude toodangu ja töötajate vajaduse kohta põhineb tõenäoliselt ELiga liitumisest lähtuval positiivsel sünergial.

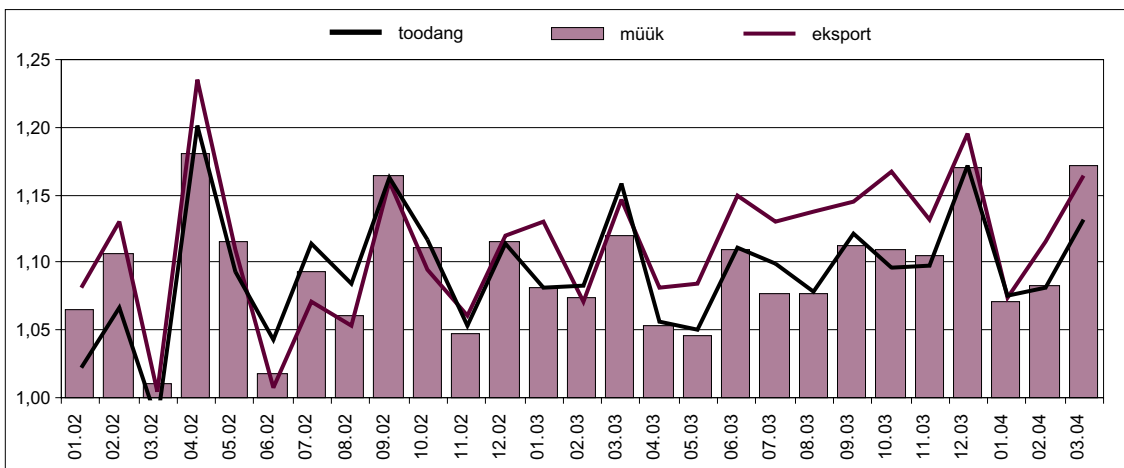


Joonis 1.11. Tööstusettevõtete toodangunõudlus ja kindlustunde indikaator

Allikas: Eesti Konjunktuuriinstituut

Tööstustoodangu müük ja investeeringud

Reaalnäitajate areng kinnitab, et ettevõtete ootusi kajastavad kindlustundeindikaatorid peavad paika. 2003. a II poolel kiirenes töötlevas tööstuses nii toodangu ekspordi (I poolaasta 9,2%lt 10,8%ni) kui ka müügi kasv (9,3%lt 10,8%ni; vt joonis 1.12).

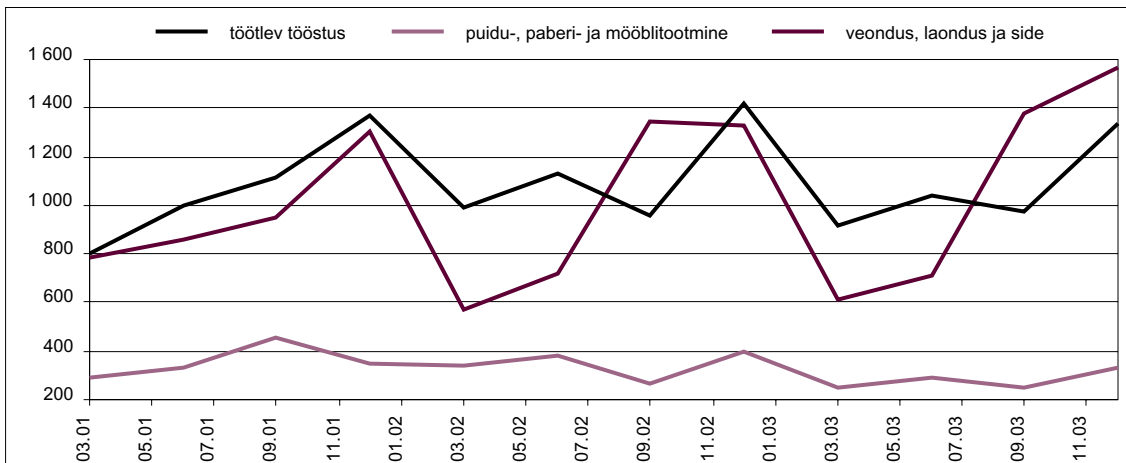


Joonis 1.12. Töötleva tööstuse toodangu ja müügi indeksid

Allikas: Eesti Statistikaamet

Haruti erineva nõudluse tõttu oli **ekspordimahu kasv** kaubagrupiti ja sihtriigiti väga erinev. Kui näiteks keemiakaupade, metalli- ja mineraalsete toodete väljavedu kasvas üle 20% ning masinate ja seadmete oma isegi 33%, siis suurema ekspordimahuga harudes jäi kasv tagasihoidlikumaks (puidutooted 8, mööbel 14, tekstiilitooted 1,5%). Toidukaupade otseeksporti aastakasv oli koguni negatiivne (-1%).

Ettevõtete **investeeringute** statistika näitab, et primaarse sektori e esmasmajanduse harude investeeringud kahanesid. Teisesmajanduse e sekundaarse sektori harudes (sh ka töötlevas tööstuses) jäid investeeringud ligikaudu 2002. a tasemele, kusjuures näiteks Eesti ekspordi jaoks traditsiooniliselt tähtsaisse tootmisharudesse – puidu-, paberi- ja mööblitootmisse – tehtud kapitalimahutused olid 2003. aastal varasemaist perioodidest väiksemad (vt joonis 1.13). Suurenesid investeeringud veondusse, laondusse ja sisesse, energeetikasse, gaasi- ja veevarustusse ning ehitusse.



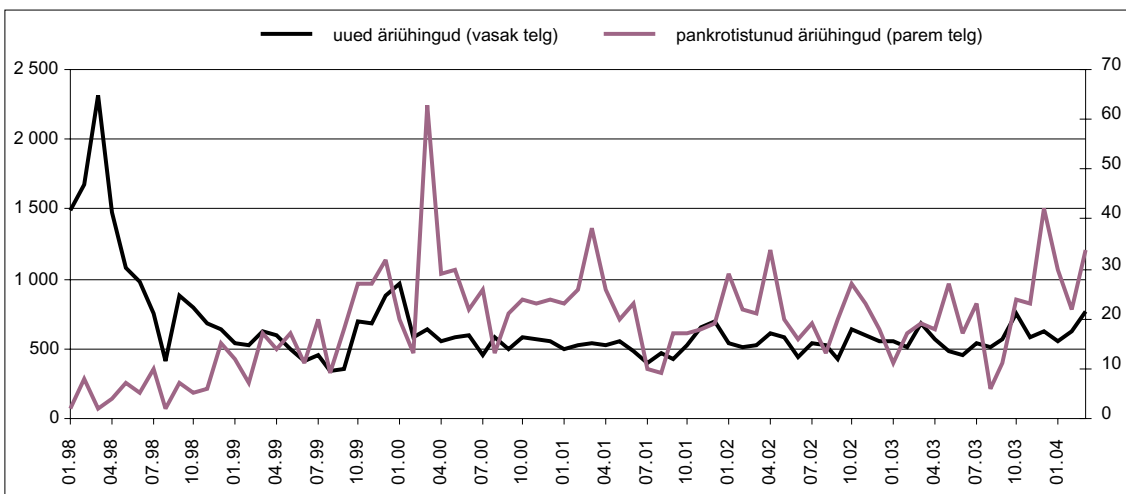
Joonis 1.13. Ettevõtete investeeringud materiaalsesse põhivarasse (mln kr)

Allikas: Eesti Statistikaamet

Uued ja pankrotistunud ettevõtted

2003. a detsembris suurenes järsult mitmeid kuid stabiilselt madalal tasemel püsinud ettevõtete **pankrottide arv** (vt joonis 1.14). Aasta kokkuvõttes oli pankrotistunud ettevõtteid (238) siiski vähem kui eelmisel kolmel aastal. Ka 2004. a I kvartalit iseloomustas keskmisest suurem pankrottide arv. Üle kolmandiku pankrotistunud ettevõttest tegutses ehituses. Tõenäoliselt oli tegevuse lõpetamine seotud eelkõige haru eripäraga ega anna tunnistust eriti tõsistest probleemidest selles valdkonnas.

Uusi ettevõtteid lisandus 2003. aastal enim kaubanduses (50% kõigist uutest ettevõtetest), samas kui kasvutempo (121%) oli kiireim ehituses. 2004. a I kvartalis lisandus 346 kaubandusettevõtet enam kui 2003. a I kvartalis.



Joonis 1.14. Kuu jooksul äriregistrisse kantud uued äriühingud ja pankrotistunud äriühingud

Allikas: Eesti Ettevõtteregister

Ettevõtete kasumlikkus

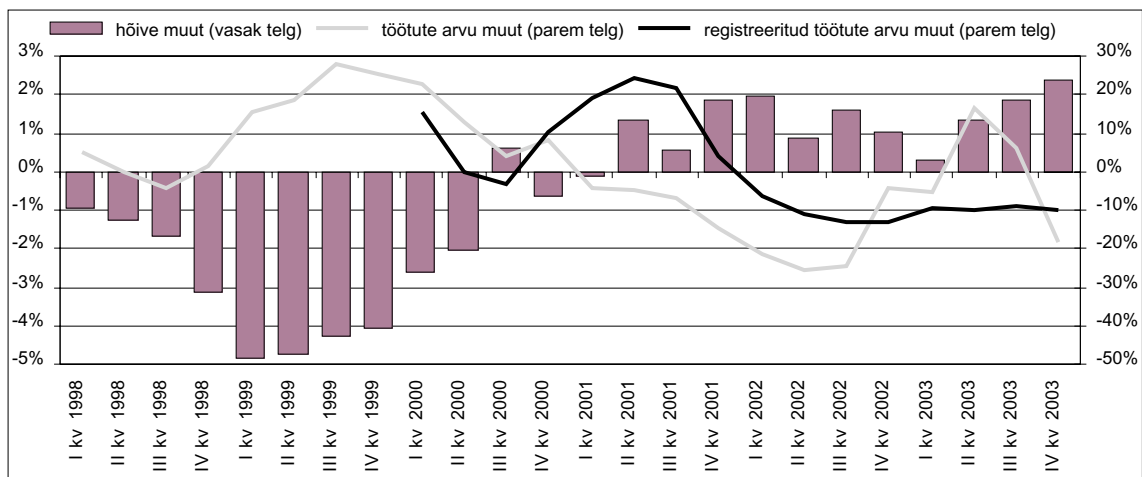
Esialgsel hinnangul oli ettevõtete kasumlikkus tervikuna ka 2003. aastal võrdlemisi suur. Sellele viitavad suhteliselt head müüginäitajad ning ka kindlustunde indikaatoreis peegelduv ettevõtete optimism.

Tõenäoliselt jäi ettevõtete kasumi kasv 2003. aastal siiski SKP kasvust väiksemaks: kui **nominaalne SKP** suurenes 2003. aastal 7,5%, siis **tegevuse ülejäägi ja segatulu kasv** samal ajal 5%. Kasumi kasvu pidurdumist kinnitavad ka ettevõtete esialgsed finantstulemused. Majanduse põhitegevusaladel **kogurentaabilus** mõningal määral alanes. Võrreldes 2003. aastaga näitasid tagasihoidlikumaid tulemusi hotellinduses ja toidlustuses ning põllumajanduses tegutsevad nii kodu- kui välismaised ettevõtted.

Majapidamiste majanduslik olukord

Tööturg

2003. aastal toimus tööturul positiivne areng: võrreldes 2002. aastaga suurenes elanikkonna aktiivsus ja tööhõive ning kahanes tööpuudus. Töötuse määr langes aasta keskmisena 10% tasemele, mis on viie aasta madalaim (vt joonis 1.15). Registreeritud **töötute arvu** kahanemine jätkus ka 2004. a I kvartalis, mis lubab ennustada tööpuuduse edasist langust.



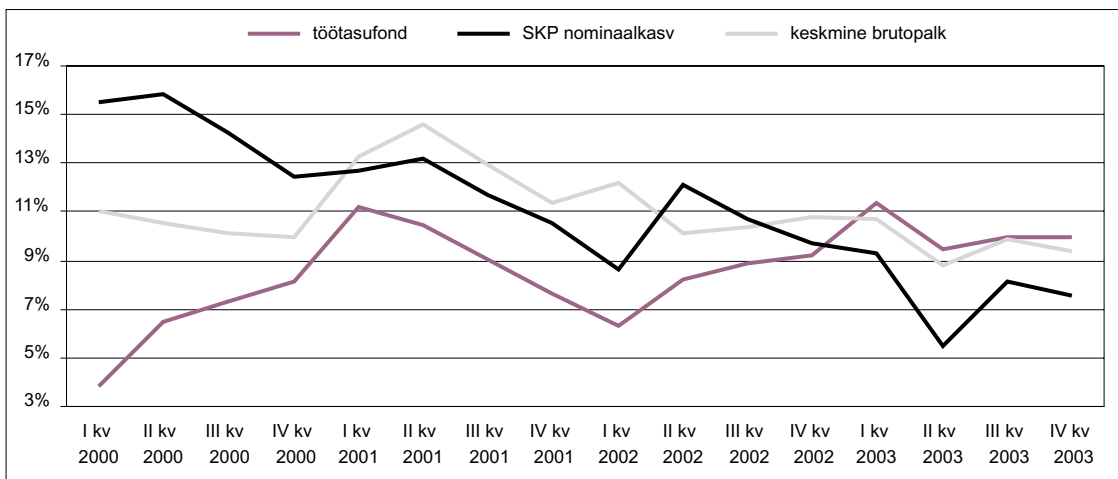
Joonis 1.15. Hõivatute ja töötute arvu aastane muut

Allikas: Eesti Statistikaamet

Hõive kasv 2003. aastal kiirenes, ulatudes aasta keskmisena 1,5%ni. Võrreldes 2002. aastaga lisandus keskmiselt 8 800 hõivatut. Suurim oli kasv töötlevas tööstuses, ehituses ning tervishoius. Hõive kahanes kõige enam põllumajanduses ning kaubanduses.

Hoolimata rekordiliselt madalast inflatsioonitempost, jätkus 2003. aastal kiire **palgakasv**, mis ulatus aasta keskmisena 9,7%ni (vt joonis 1.16). Kõige kiiremini kasvas palk teeninduses, kuid ka töötlevas tööstuses ulatus kasv 9,6%ni.

Tööjõukulutuste kasvu kiirenemine oli eriti ebasoovitav üldise majanduskasvu tsüklilise aeglustumise tõttu ning see oli 2003. aastal täiendav majanduse tasakaalustamatuse allikas. **Palgakasvu määra viimine kooskõlla tootlikkuse kasvuga on eelseivate perioodide võtmeküsimus.**

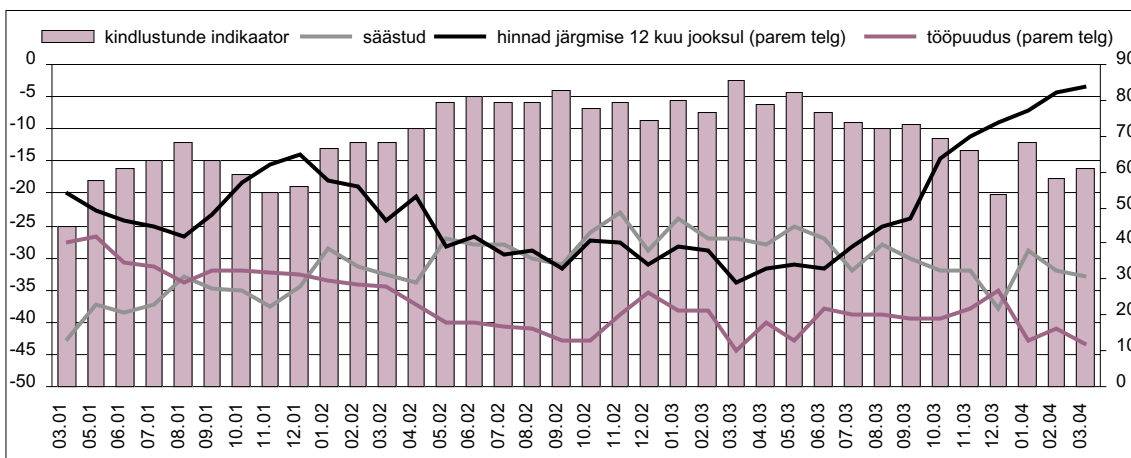


Joonis 1.16. Keskmise palga, töötasufondi ja SKP nominaalne aastakasv

Allikas: Eesti Statistikaamet

Kindlustunne ja pere-eelarve uuringud

Pärast pikka kõrgseisu muutus EKI poolt avaldatava majapidamiste kindlustunde indikaatori trend alates 2003. a keskpaigast negatiivseks. Hinnangute kohaselt vähendas majapidamiste kindlustunnet peamiselt kõrge inflatsiooniootus seoses ühinemisega ELiga. Samal ajal aga kahanes hirm töötuks jääda (vt joonis 1.17).



Joonis 1.17. Tarbijate kindlustunde indikaatorid

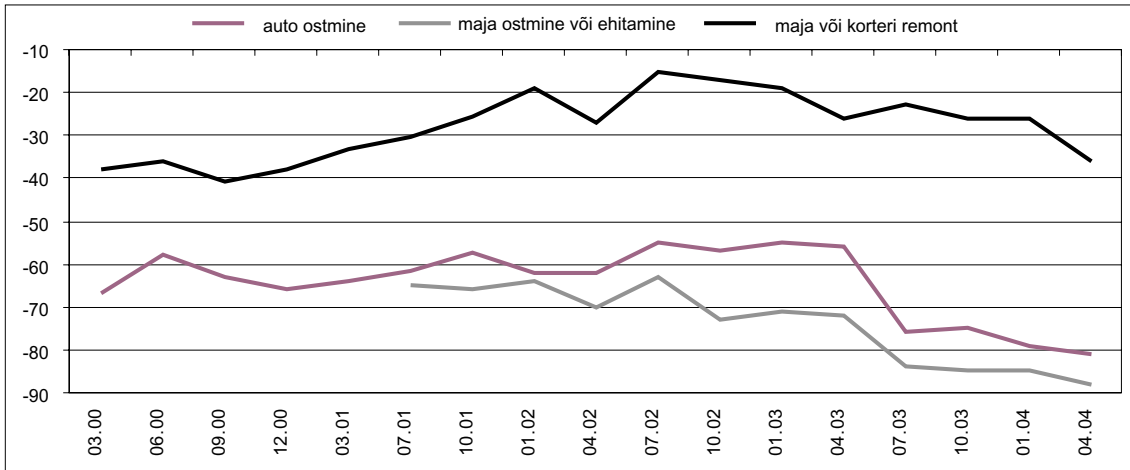
Allikas: Eesti Konjunktuuriinstituut

Statistikaameti leibkonnaelarve uuringu järgi kasvas leibkonnaliikme netosissetulek 2003. aastal 12%, väljaminekud aga suurenesid 3%. Keskmine väljaminek moodustas 91% sissetulekust. Toidu- ja eluasemekulude osakaal kahanes jätkuvalt – 45,5%ni. Kõige enam kasvasid kulutused sideteenustele ja transpordile. Kuigi teatud metoodiliste erisuste tõttu⁴ ei hõlma leibkonnaliikme statistika kogu eratarbimist⁵, võib tavapärase tarbimiskulutuste kasvu aeglustumises siiski näha teatud kaudset seost eluasemelaenu suurenenud tagasimaksmise kohustustega.

⁴ Statistikaameti uuringus ei sisalda kulutuste andmed laenu tagasimakseid ning laenu saamist ei loeta ka tulude hulka. Kulutuste hulgast on samuti välja arvatud eluaseme soetamisega seotud kulud ja sõiduautode liisingumaksud.

⁵ Statistilised erinevused on suured: (1) SKP eratarbimiskulutuste kasv oli 2003. aastal 7,6%, leibkonnaliikme statistika kohaselt aga 3%.

(2) Mahuline erinevus oli 1,5kordne.



Joonis 1.18. Majapidamiste hinnangud kulutuste osas

Allikas: Eesti Konjunktuuriinstituut

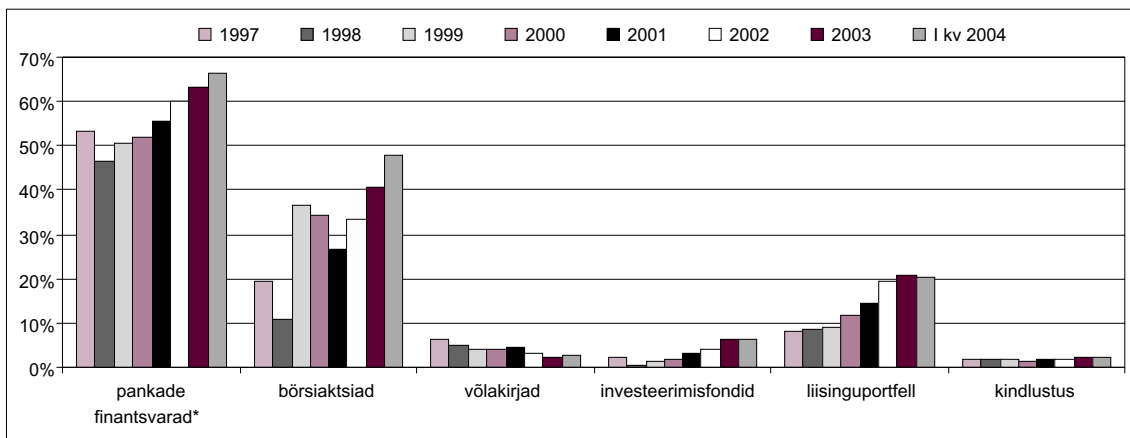
EKI tarbijabaromeetris kajastuvate hinnangute kohaselt on viimastel perioodidel tunduvalt vähenenud eraisikute kavatsused teha suuri investeringuid (auto ostmine, maja ostmine või ehitamine; vt joonis 1.18). Kui need kavatsused ka reaalnäitajate poolel kinnitust leiavad, võiks majapidamiste tasakaalukam käitumine osutada ka kogu majanduse tasakaalustamisel üheks põhiteguriks.

Finantsvahenduse struktuur ja finantssüvenemine

Ekspansiivne rahapoliitiline keskkond kajastub ka viimaste aastate **finantssüvenemises**. Madalad intressid on soodustanud laenamise kasvu, samas kui säästmine on väheatraktiivne. Eraisikute suur laenuõudlus, mida mõjutavad soodsad intressid (võlakoormus on nelja viimase kvartali arvestuses suhtena SKPsse kasvanud 5,7 protsendipunkti), on mänginud olulist rolli kogu reaalsektori võlakoormuse 9,6 protsendipunkti suurusel kasvul (2004. a I kvartalis 57,2% SKP suhtes).

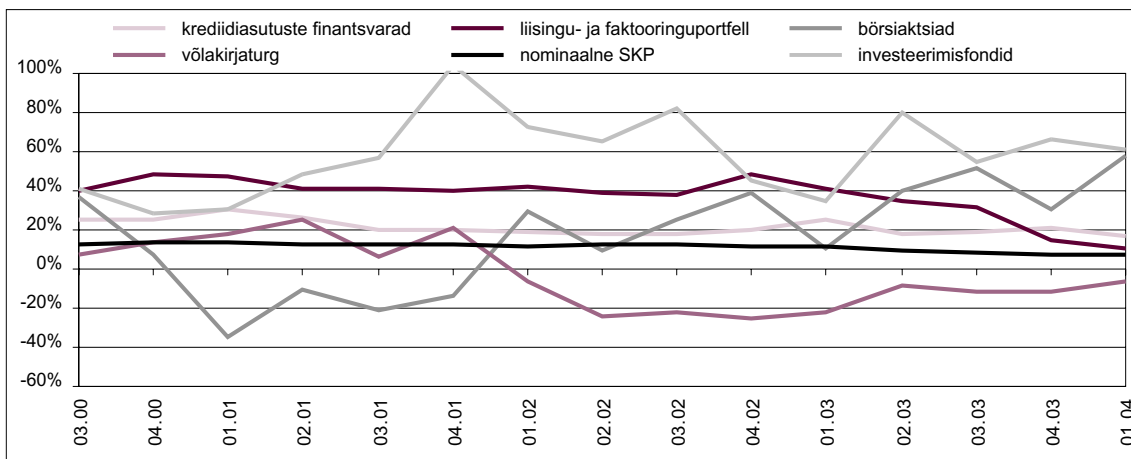
Eesti finantsvahenduse struktuuris domineerib jätkuvalt **pangandus**, aga kui pangalaenude kasvutempo kiirenes püsivalt nii 2003. aastal kui ka 2004. a I kvartalis, siis liisingfinantseerimise kasvutempo hakkas 2003. a II poolal aeglustuma ning sama tendents jätkus ka 2004. a I kvartalis (vt joonised 1.19 ja 1.20).

Eesti väärtipaberiturgu iseloomustas 2003. aastal suur **aktsiahindade** kasv, mis jätkus jõudsalt ka 2004. a I kvartalis. See suurendas aktsiaturu kapitalisatsiooni suhtena SKPsse nelja kvartaliga 16 pp võrra – 48%ni. Eesti **võlakirjaturg** oli aga nii 2003. aastal kui 2004. a I kvartalis väheaktiivne.



Joonis 1.19. Finantsvahendajate struktuur (% SKP suhtes)

* v.a finantseerimisasutustele (peamiselt liisinguettevõtetele) antud laenud



Joonis 1.20. Finantsvarade ja nominaalse SKP aastakasv

Investeeringufondide varade kasvu kiirenemisse on andnud olulise osa kohustusliku kogumispensioni fondid. Kasvades 12 kuuga enam kui ühe miljardi krooni võrra, moodustasid II samba pensionifondid 2004. a I kvartali lõpuks juba ligi 17% fondide kogumahust. Rahaturu- ning intressifondide maht on, võrreldes varasema kiire kasvuga, püsinud 2003. a teisest poolest alates pigem stabiilne.

Kuigi Eesti **kindlustussektor** kasvas aastaga enam kui veerandi võrra, on kindlustuse maht suhtena SKPsse siiski veel tagasihoidlik. Kasvu olulist kiirenemist võib täheldada elukindlustusturul, kus märgatavalt on suurenenud kapitalikogumis- ja investeerimisriskiga elukindlustustoodete (sh vabatahtliku kogumispensioni-kindlustuse) raames kogutud preemiad.

TAUSTINFO

ERASEKTORI VÕLAKOORMUSE MÕJU FINANTSSTABIILSUSELE⁶

Viimasel ajal on mitmele Kesk- ja Ida-Euroopa riigile olnud iseloomulik kiire erasektori laenukasv. ELiga liitumist eesmärgistanud riikides (sh Eestis) on võla kiire kasvutempo olnud tingitud eelkõige esialgselt madalast võlakoormuse tasemest ning väliskapitali omanike kõrgetest ootustest. Tegemist on normaalse finantssüvenemisega, kus tulutasemete lähenemiseks tulebki eeldada finantsvarade kiiremat kasvu.

Kõrget võlataset peetakse finantsstabiilsust ohustavaks teguriks peamiselt kahel põhjusel:

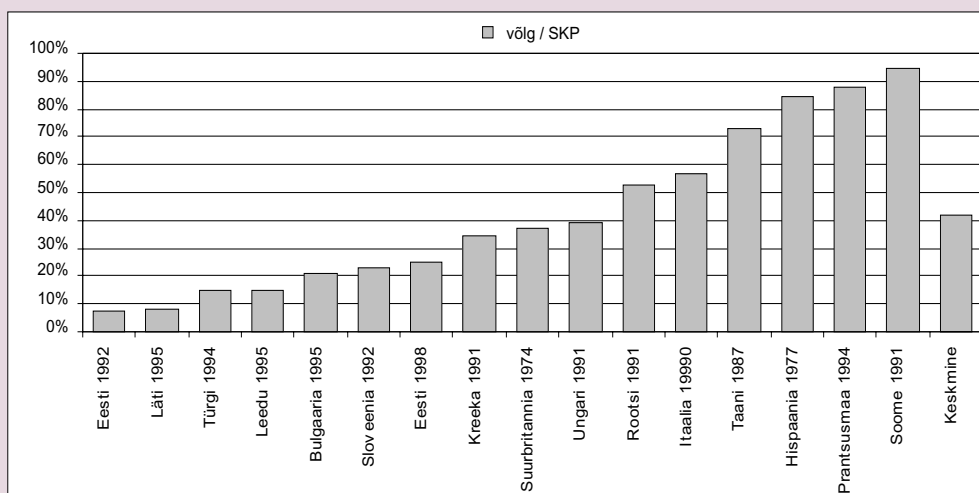
1. Võla teenindamise kulud eeldavad püsivat majanduskasvu, majanduslanguse perioodil muutub võla teenindamine kulukaks. Seejuures võivad laenu kasvanud tagasimaksud omakorda süvendada depressiooni.
2. Kõrge võlatase võib olla finantskriisi eelindikaatoriks. Erasektori suur võlakoormus võib võimendada muid makromajanduslikke probleeme ning kaudselt luua eeldused kriisi tekkeks.

⁶ Järeldused põhinevad Eesti Pangas 2004. a aprillis valminud uurimistööl *Critical Level of Debt?* (autorid Lenno Uusküla, Peeter Luikmel, Jana Kask).

Kogemused näitavad, et tegelikult ei eksisteeri sellist kriitilist võlataset, mille juures suureneks kriisiepisoodide hulk. Analüüsidest erasektori võlataset (erasektorile antud laenude⁷ ning SKP suhe) Euroopa riikide panganduskriiside eel möödunud sajandi viimastel kümnenditel, nähtub, et ajalooliselt on panganduskriis aset leidnud väga erineva võlataseme korral (vt joonis 1.21). Seega ei saa võlataset iseenesest pidada finantsstabiilsust üheselt iseloomustavaks teguriks.

Samas võib võlataseme kiire kasv põhjustada jooksevkonto puudujäägi suurenemist, tarbimis- ning investeerimisbuume, börsi- ning kinnisvaraturu mulle jms ning seeläbi suurendada majanduse üldist ebakindlust. Selline areng muudab riigi majanduse tundlikumaks võimalike välisshokkide suhtes ning suurendab nende destabiliseerivat mõju.

Euroopa riikide kohta läbiviidud analüüs näitas, et juhul kui võlatase riigis on kõrgem, võib finantskriisi kesta kauem ning põhjustada majanduskasvule oluliselt negatiivsemaid tagajärgi.



Joonis 1.21. Panganduskriisieelne võlatase erinevates Euroopa riikides

⁷ Erasektori laenudena on antud juhul käsitletud vaid pangasektori poolt väljastatud laene, sest andmete kättesaadavuse piirangu tõttu ei pruugi andmed muidu olla võrreldavad. Finantssektori struktuuri arvestades on selline võlakoo näitaja mõnevõrra väiksem kui kõiki finantseerimisvorme hõlmav näitaja.