

IV

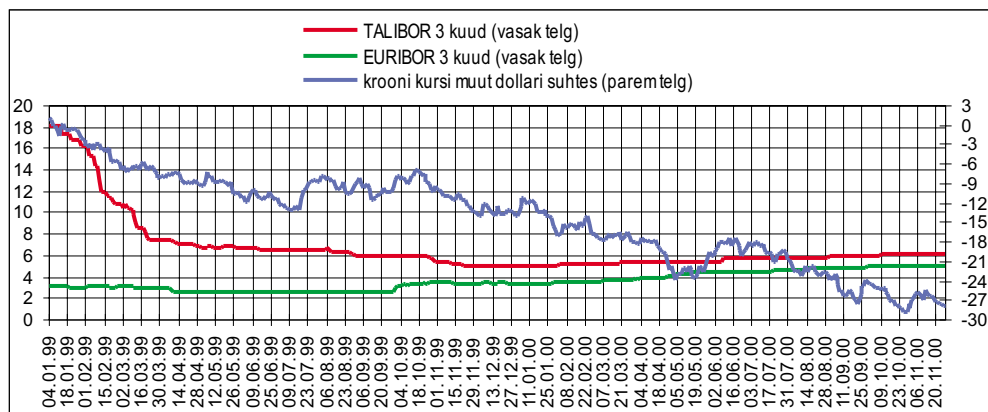
RAHAPOLIITILINE KESKKOND

Esimesest poolaastast tagasihoidlikum intresside tõus europiirkonnas ning euro nõrgenemine valuutaturgudel kujundas Eesti rahapoliitilise keskkonna jaoks III kvartalis suhteliselt neutraalse välisvaate. Ka kodumaise rahapakkumise kasvutempo püsis stabiilselt kõrge. Finantssektori jaoks tähendas see soodsat kodumaist likviidsuskeskkonda, mis lubas kodumaisel laenukasvul tugineda kodumaistele säästudele. Seega säilis 2000. a esimese poole stabiilne ning soodus rahapoliitiline keskkond ka III kvartalis. See tähendas väiksemat vajadust välisfinantseerimise järele, mistõttu reaalsektori poolt kaasatud väliskapitali vooge tasakaalustasid finantssektori kaudu välismaale suunatud rahavood. Kodumaine laenukasv oli suur, kuid suurema osa laenudest moodustas liisingettevõtete finantseerimine. Viimaste finantstegevus ei ole suunatud üksnes kodumaisele reaalsektorile, vaid ka Eestist väljapoole.

Euroopa rahapoliitika karmistumine 2000. aastal ei kajastu täielikult Eesti reaalsektorile antud laenude intressides soodsa likviidsuskeskkonna tõttu. **See ei tähenda, et Euroopa rahapoliitika lõdvenemise mõju ei võiks soodsa kodumaise likviidsuskeskkonna tingimustes Eesti reaalsektori intressidesse kanduda.** Seetõttu vajavad krediidiinõudlust stimuleerivad tegurid endiselt kõrgendatud tähelepanu. Samas kätkevad reaalsektori suur säästmiskaldumus ning eelkõige ettevõtetele antud laenud endas kõiki eeldusi majanduse jätkusuutlikuks kasvuks. **Selle trendi säilitamine sõltub eelkõige reaalsektori edasistest arengusuundumustest.**

Monetaar keskkond Eestis ja eurotsoonis

Kolmandas kvartalis toimunud tagasihoidlik euro rahaturu intresside tõus ja euro jätkuv nõrgenemine valuutaturgudel vaatamata juhtivate keskpankade vahetuskursipoliitilistele abinõudele (vt Euroopa majandusruum, lk 15) kujundasid kokkuvõttes Eesti jaoks III kvartalis suhteliselt neutraalse rahapoliitilise keskkonna (vt joonis 4.1). Oktoobris eurointresside tõus peatus. Enamik turuosalisi eeldab keskpikal perioodil intressitaseme mõningast langust.



Joonis 4.1. Kolme kuu TALIBOR ja EURIBOR ning Eesti krooni kursi muut Ameerika dollari suhtes (%)

Kapitalivood

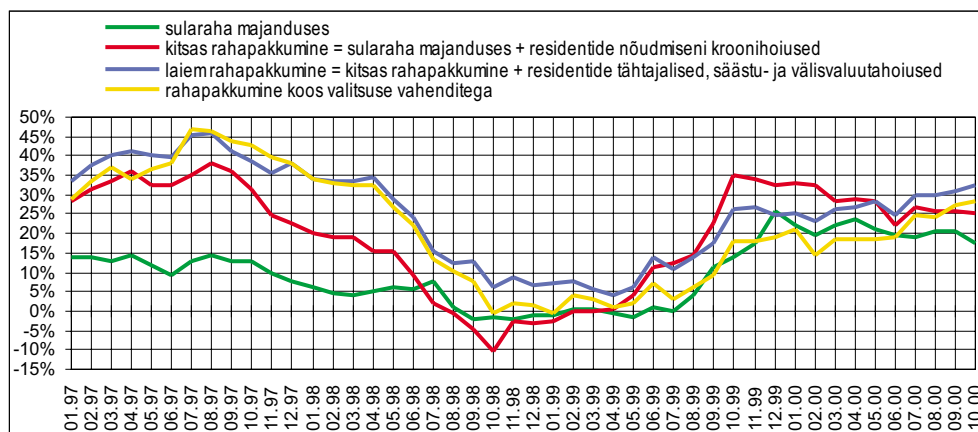
Kolmandas kvartalis suurenesid maksebilansi välisvaluutareservid 271 miljoni krooni võrra. Kapitali- ja finantskonto kaudu toimus kapitali netosissevool ligemale 1,8 miljardi krooni ulatuses.

Selle oluliseks allikaks olid otseinvesteeringud. Uued rahavood olid peamiselt seotud III kvartalis finantssektorisse tehtud välisinvesteeringutega. Ka kapitali väljavoolus mängis jätkuvalt olulist rolli finantssektor, mis suunas osa hoiuste juurdekasvust läbi finantseerimisasutuste Eestist välja. Finantsvahendajad täitsid varem võetud väliskohustusi, samuti suurendasid oma investeeringuid välisriikides.

Kokkuvõttes jätkusid finantskontol varasemad tendentsid, st välismaalt reaalsektorisse suunduva raha suunas finantssektor välismaale tagasi. See tähendab, et reaalsektori välisfinantseerimises on finantssektori roll endiselt teisejärguline. Nende tegurite tõttu ei avaldanud väliskapitalivood III kvartalis baasrahale erilist mõju. Viimane kasvas kõigest 89 miljoni krooni võrra.

Rahaagregaadid

Rahaagregaatide kasv oli III kvartalis püsivalt kiire. Laiema rahapakkumise aastakasv ulatus septembri lõpus 30,8 ning kitsa rahapakkumise aastakasv 25,5%ni¹ (vt joonis 4.2). Suur kasv tugines ennekõike erasektori sisemaisele säästule. Sellele viitab erasektori hoiuste jätkuvalt kiire suurenemine. Väliskapitali mõju avaldub eelkõige ettevõtlussektori poolt kaasatud välislaenu kaudu, kuid viimaseid tasakaalustas III kvartalis kapitali väljavool läbi finantssektori.



Joonis 4.2. Rahaagregaatide muutus võrreldes eelmise aasta sama kuuga

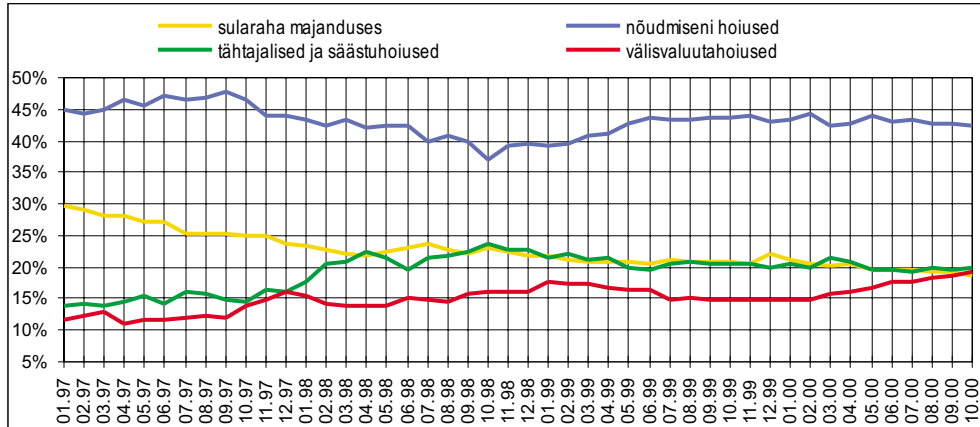
Teiseks oluliseks arengujooneks oli II kvartali keskel ilmnenud välisvaluuta-, eelkõige dollarihoiuste kiireneva kasvutempo jätkumine. See on suurendanud välisvaluutadepositide osa laiemas rahaagregaadis (vt joonis 4.3). Osaliselt on siin tegemist kursimuutustest tuleneva täiendava sissetulekuefektiga². Positiivne on see, et mainitud efekt ei ole avaldanud tarbimise kasvus, vaid säästude suurenemises. Ka kursimuutuste mõju arvestamata oli välisvaluutahoiuste kasvutempo kõrge, kuid mõnevõrra tagasihoidlikum³. **Laiema rahapakkumise kõrge kasvutempo iseloomustab seega endiselt kodumaise erasäästmise kõrget taset.**

Ettevõtete hoiuste kasv kajastas suurt majandusaktiivsust ning jõudsat välissuhtlust. Välisvaluutahoiuste suurenemine oli tõenäoliselt seotud ka dollari tugevnemise ning Eestit läbivate transiidivoogudega. Erasisikute hoiuste kasvu ilmestas õppelaenude väljastamine septembrikuu keskel. Eelarve jooksva ülejäägi ja võimalik, et ka kapitalivoogude (vt Kapitalivood,

¹ 30. novembril oli rahapakkumise aastakasv järgmine: kitsal 19,6 ja laiema 30,0%.

² Finantsarvestuses kajastatakse välisvaluutahoiuste mahtu hispanipäeval kehtinud vahetuskursiga. Eesti krooni vahetuskursi muutumine kajastub seetõttu ka hoiuste mahu muutus.

³ Hinnanguliselt on ligi kolmandik välisvaluutahoiuste kasvust saavutatud tänu kursimuutuste mõjule.



Joonis 4.3. Laiema rahaagregaadi struktuur

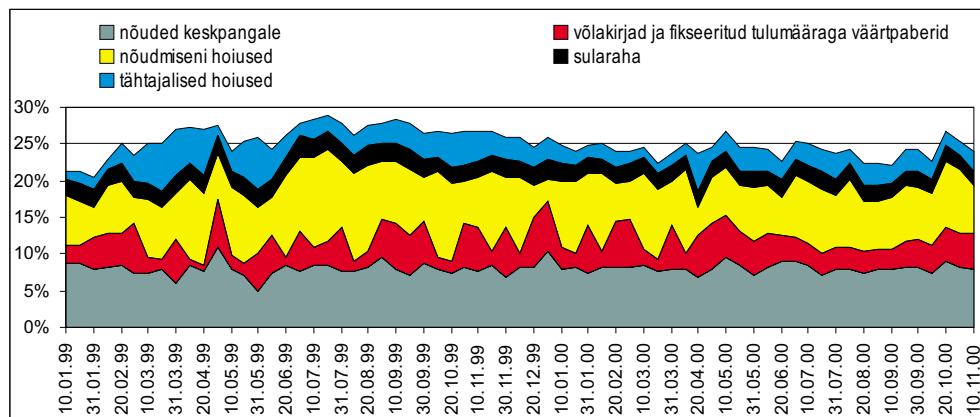
lk 32–33) tulemusena suurenesid valitsussektori kodumaised hoiused. Seega taastas valitsussektor III kvartalis aasta esimesel poolel vähenenud kodumaiseid likviidsusvarusid.

Kolmandaks tendentsiks oli III kvartalis jätkunud mitteresidentide hoiuste kasv, eelkõige dollarideposiitidena. See kajastab tõenäoliselt transiiditeenuste suurenemist ning võib-olla mõningal määral ka suuremast usaldusväärsest tingitud hoiuste sissevoolu SRÜ riikidest. Oktoobris oli mitteresidentide dollarihoiuste dollarivääringus juurdekasv viimase kuue kuu väikseim nii eraisikute kui ka ettevõtete osas. Samas kiirenes aga jätkuvalt kohalike eraettevõtete dollarihoiuste kasv. **Kokkuvõttes on nii kodumaiste kui ka välisdeposiitide järjepidev juurdevool tähendanud finantssektori jaoks jätkuvalt soodsat likviidsuskeskkonda.**

Raha- ja valuutaturg

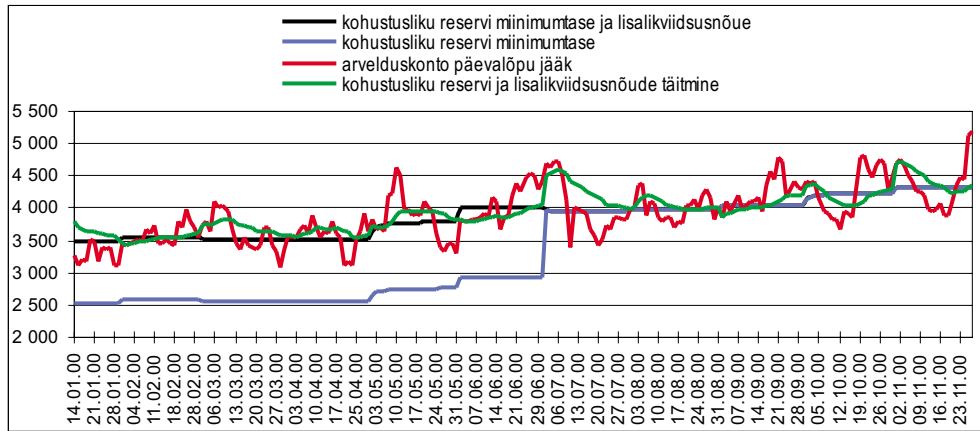
Likviidsuspuhvrid

Likviidsete vahendite osa pankade bilansis püsis III kvartalis ligilähedasel eelnenud kvartali tasemel (vt joonis 4.4). Samas jätkus rahavoogude tasakaalustamatuse kasv, mis oli osaliselt tingitud lühiajaliste ressursside pikemaajalisest investeerimisest (tähtajaga 2–5 aastat ja enam; vt Pangandus, lk 39–42).



Joonis 4.4. Likviidsete varade osatähtsus pankade aktivas

Ka krediidasutuste arvelduskonto suuremad päevalõpu jäägid kuu algul viitavad likviidsuspuhvrite varule (vt joonis 4.5).

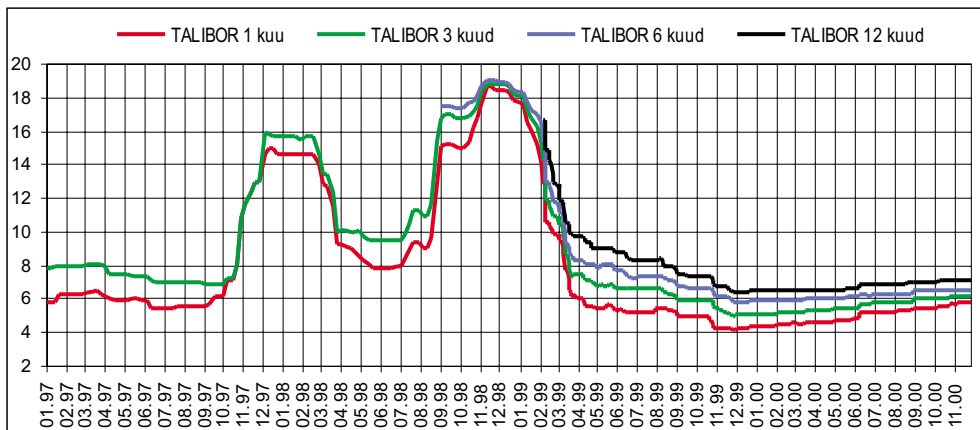


Joonis 4.5. Eesti pankade arvelduskontode päevalõpu jääk Eesti Pangas. Kohustusliku reservi nõude ja lisalikiividsusnõude täitmine (mln kr)

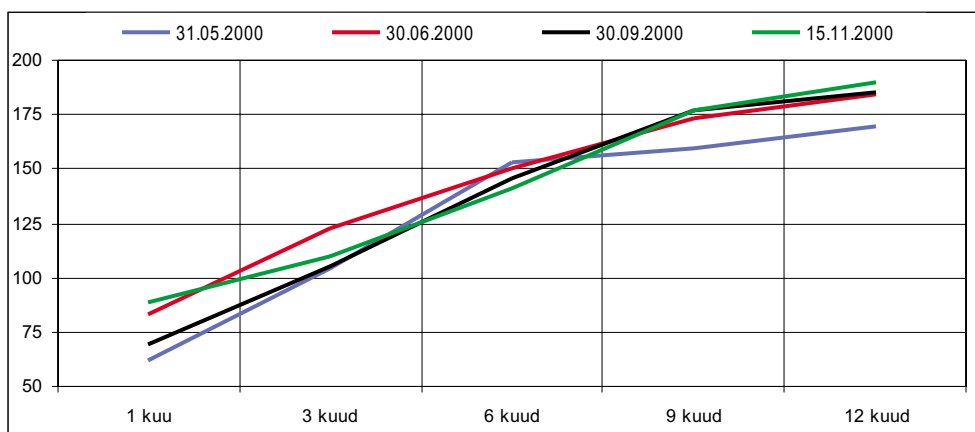
Rahaturuintressid ja käive

Kolmandas kvartalis jätkus eurosooni rahaturuintresside tõus, mida omalt poolt kannustasid Euroopa Keskpanga (EKP) otsused kesksete intressimäärade tõstmise kohta 31. augustil 25 baaspunkti võrra ja 5. oktoobril veel sama palju. Novembri alguseks küündis EKP peamine refinantseerimistingute intressimäär 4,75%ni.

Tulenevalt eurosooni arengutendentsidest tõusid ka Eesti rahaturuintressid (vt joonis 4.6), seejuures oli seos III kvartalis tugevam kui varasematel perioodidel. Novembris ei järginud TALIBOR enam selgelt eurointresside alanemistrendi ning enamiku tähtaegade lõikes intressimarginaal veidi suurenes (vt joonis 4.7). Viimased arengujooned kinnitavad septembris ilmunud rahapoliitilises ülevaates toodud väidet, et marginaali alanemistrendil on teatud piirid. Rahvusvahelistel futuuriturgudel peetakse euro intressimäärade edasist tõusu 2000. aastal vähetõenäoliseks, 2001. a keskpäigaks prognoositakse juba pigem nende langust. See võimaldab Eesti pankadel stimuleerida laenuõudlust. Arvestades seda, et inflatsiooniline surve eurosoonis püsib, pole vähemalt 2001. a I kvartalis veel intresside tuntavat langust oodata.



Joonis 4.6. Rahaturuintressid (%)



Joonis 4.7. Eesti krooni ja euro rahaturuintressimäärade vahe (%)

Rahaturu käive oli III kvartalis võrreldes kahe eelnenud kvartaliga küll mõnevõrra suurem, kuid valdavalt oli endiselt tegu vägagi lühiajaliste – alla 3kuuse tähtajaga – tehingutega. Alates augustist on rahaturul kaubeldud ka 3 kuust pikema tähtajaga ressurssidega⁴.

Tulevikutehingute turg

Sarnaselt 2000. a esimese poolega oli välisvaluuta tulevikutehingute turg ka III kvartalis suhteliselt väheaktiivne. Euro ja krooni tulevikutehingute müügi käive kasvas märkimisväärselt küll oktoobris, saavutades viimase kahe aasta rekordtaseme, ent see oli seotud peamiselt ühe panga vahetustehingutega. Novembris tõusid veidi ka pikema kui aastase tähtajaga euro Eesti krooni vastu tehtavate tulevikutehingute noteeringud. Samas on lühemaajaliste vahetustehingute noteeringud langenud. Sama toimus ka novembris, mil Eesti krooni ja euro rahaturuintressimäärade marginaali vähenemine pidurdus. **Kokkuvõttes ei ole seega alust arvata, et turgude riskihinnangud oleksid muutunud.**

Laenu turg

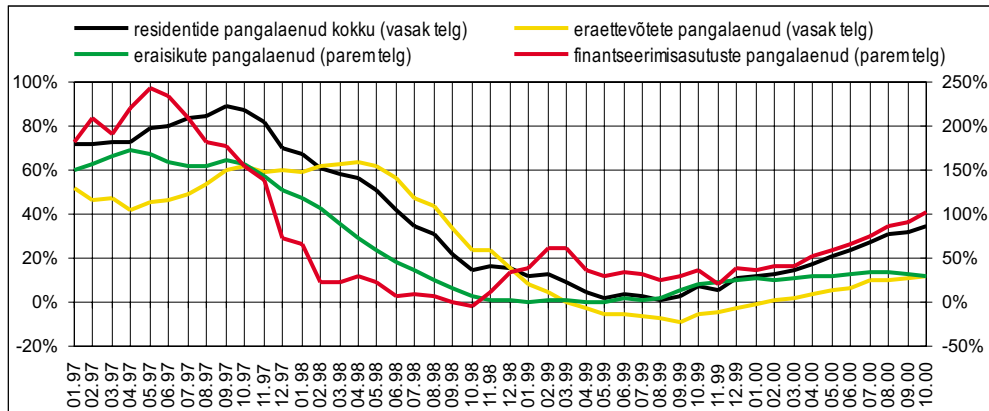
Laenuagregaadid

Sarnaselt kodumaiste hoiustega oli ka pangalaenude kasvutempo III kvartalis kiire. Residentide laenude aastakasv ulatus septembri lõpus 32,2%ni, koos pankade omanduses olevate võlakirjadega aga 28,8%ni. Märkimisväärse osa andsid sellesse finantseerimisasutused, mille aastane laenukasv ulatus septembri lõpus 92,0%ni (vt joonis 4.8). Kodumaise reaalsektori pangalaenu suurenes III kvartalis suhteliselt stabiilselt 15–16%. Eraettevõtete laenumaht oli septembri lõpuks 11,0 ja eraisikute oma 31,3% suurem kui aasta tagasi⁵.

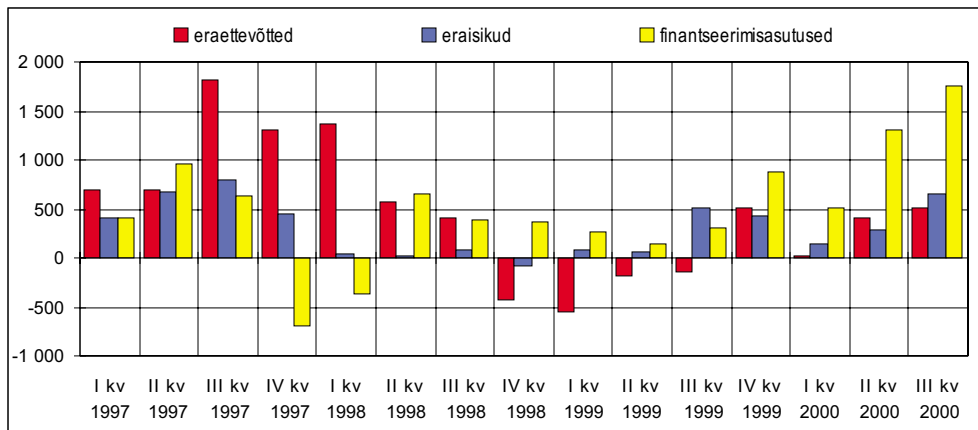
Finantseerimisasutuste 1,8 miljardi krooni suurune laenukasv III kvartalis (vt joonis 4.9) ei realiseerunud täiel määral kodumaise liisingumahu kasvus – reaalsektoris väljastatud liising ja faktooring suurenesid vähem kui 0,6 miljardit krooni, kajastades eelkõige ettevõtlussektori finantseerimist. **Kokkuvõttes ulatus reaalsektori ettevõtete finantseerimise aastakasv koos liisingu kasvu ja välisfinantseerimisega III kvartalis hinnanguliselt 17–20%ni. See näitaja kajastab osaliselt ka reaalsektori finantseerimise madalseisu aasta tagasi.**

⁴ Oktoobris oli 3–6kuuste tagatiseta kroonilaenude käive 188 mln krooni, septembris aga vaid 10 mln kr ja augustis 50 mln kr.

⁵ 30. novembril oli aastakasv järgmine: finantseerimisasutused 106,6; eraettevõtted 13,5; eraisikud 29,2 ning residentid kokku 36,4%.



Joonis 4.8. Residentidest eraisikute, eraettevõtete ja finantseerimisasutuste pangalaenude aastakasv (%)



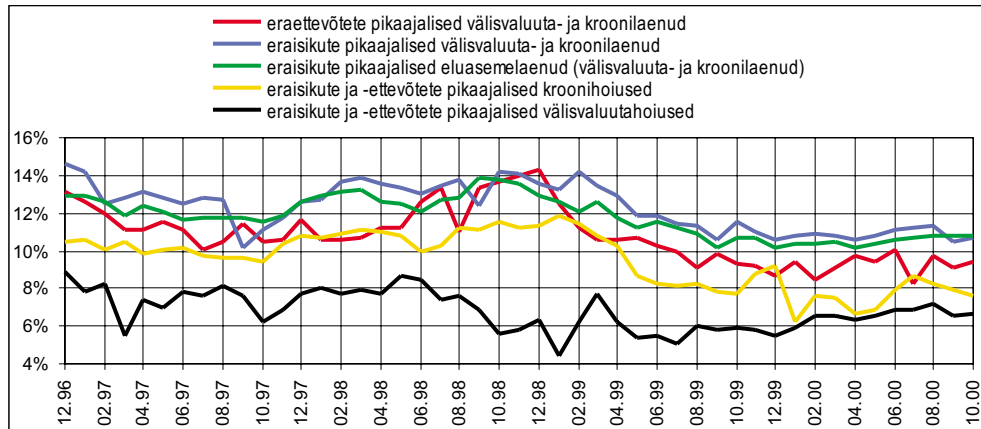
Joonis 4.9. Residentide pangalaenude jäägi absoluutkasv kvartalis (mln kr)

Eraisikute laenuvõtmine on terve 2000. aasta vältel peegeldanud eelkõige eluasemelaenude kasvu. Tavapärase sesoonse faktorina mõjutasid III kvartalis eraisikute laenamist ka õppelaenu (hinnanguliselt 323 mln krooni), mis võisid eratarbimist mõnevõrra stimuleerida. Eraisikute laenude aastakasvu tempo hakkas õppelaenu mõjust hoolimata septembris langema, kajastades aastataguse võrdlusbaasi mõju⁶. Eraisikute liisingu ja faktooringu maht oli III kvartalis 52 miljonit krooni ehk 10% suurem kui 1999. a samal ajal. **Nii rahaagregaatide kui ka kapitalivoogude areng näitab, et kodumaist laenukasvu finantseeritakse eelkõige kodumaisest säästust, mitte finantssektori välislaenudest.**

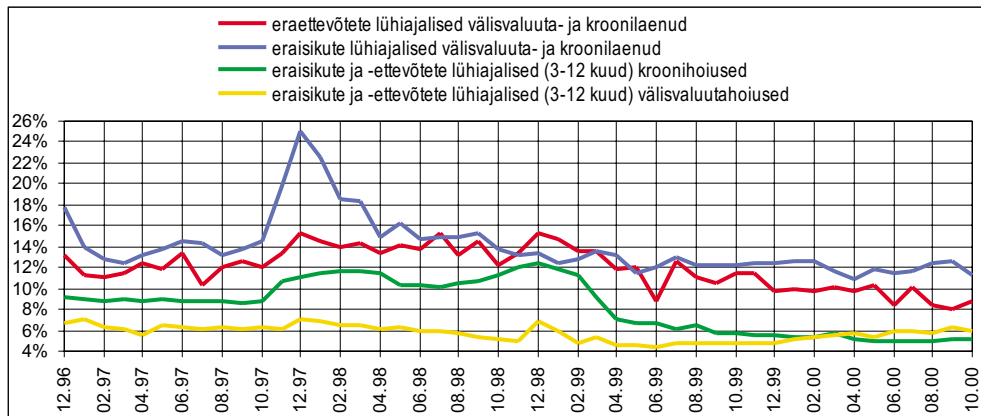
Realsektori intressid

Realsektori laenuintressid ei järginud III kvartalis täiel määral europairkonna trendi. Kaudselt võib see olla märgiks, et realsektori edasist laenukasvu pidurdavad üha enam nõudlusepoolsed tegurid ning kasvu suurendamine eeldab paremaid laenu pakumisi. Intresside kõikumine oli osaliselt tingitud mitmest mittestruktuursest faktorist (mõned madala intressiga laenu, õppelaenu mõju). Realsektori hoiuseintressides kajastas europairkonna intresside tõusu ning kodumaiste hoiuste jõudsa kasvu vastandlikkust lühiajaliste krooniintresside kahanemine ning välisvaluutaintresside kasv (vt joonised 4.10 ja 4.11).

⁶ 1999. a septembris mõjutasid eraisikute laenumahtu lisaks õppelaenule ka kontsernisesed raamatupidamislikud ümberkirjendamisid.

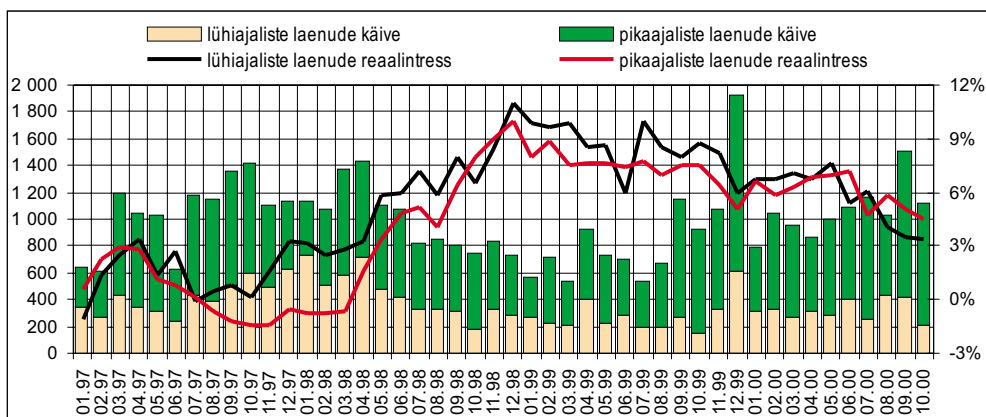


Joonis 4.10. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete pikaajalised kaalutud keskmised intressid



Joonis 4.11. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete lühiajalised kaalutud keskmised intressid

Euroopa restriktiivse rahapoliitika signaalid pole 2000. aastal Eesti reaalsektori intressides täielikult kajastunud. **See ei tähenda, et Euroopa rahapoliitika lõdvenemise mõju ei võiks soodsalt kodumaise likviidsuskeskkonna tingimustes Eesti reaalsektori intressidesse kanduda. Lisades siia inflatsiooni kiirenemisest tingitud reaalintresside languse (vt joonis 4.12), on selge, et krediiditurul edasisele arengule tuleb endiselt pöörata kõrgendatud tähelepanu.**



Joonis 4.12. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete krooni- ja välisvaluutalaenude käive (mln kr, vasak telg) ja kaalutud keskmised ex post reaalintressid (parem telg) tarbijahinnaindeksi järgi