

# TAUSTINFO

## SELGITUSEKS EESTI MAKSEBILANSI TULUDE KONTO JUURDE

### Maksebilanss ja sisemajanduse koguprodukt

Eestis nagu teisteski siirderiikides on majanduse investeringuvajadus suur ja ületab sisemaise rahastamise võimalused. Aastail 1993–1999 moodustasid investeringud põhivarasse koos laovarude juurdekasvuga keskmiselt 26–27% SKP suhtes. Samal ajal oli tulude ja tarbimise vahe ehk investeringute katteallika suurus vaid 18–19% SKP suhtes. **Selline rahastamisvajak peegeldub selgelt nii Eesti majanduse rahvusvahelises investeerimispositsioonis (RIP) kui ka maksebilansis.**

RIP näitab, et 2000. aasta III kvartali lõpul moodustasid Eestisse tehtud otseinvesteeringud 50%, Eesti residentide otseinvesteeringud välismaal aga kõigest 8% SKP suhtes. Nende saldot (42% SKP suhtes) tuleb käsitada Eesti-poolse kohustusena. Eesti riigi võla iseloomuga kohustused ulatusid 58%ni SKP suhtes ja nõuded tänu pankade välismaal hoitavatele likviidsusreservidele 49%ni. Kui Eesti välisnõuded väliskohustustest maha arvata, siis on riigil võla iseloomuga kohustusi vaid 9% SKP suhtes. Võlgadelt on investoreil õigus saada intresse ja otseinvesteeringutelt dividende.

Välisrahastamise vajadust ja sellega seotud kohustusi peegeldab ka maksebilansi jooksevkonto puudujääk. Viimase seoseid **sisemajanduse koguproduktiga** (SKP, gross domestic product; GDP) võib kirjeldada järgnevalt:

$$GDP = C + I + G + NX$$

$$GNI = C + I + G + NX + Y_f$$

$$GNDI = C + I + G + NX + Y_f + TR_f$$

Sisemajanduse koguprodukt võrdub eratarbimise (C), erainvesteeringute (I), valitsuse kulutuste (G) ja neto-

ekspordi (NX) ehk ekspordi ja impordi saldo summaga. Liites SKPle tootmisfaktorite (tööjõud, kapital) välismaalt saadud netotulu ( $Y_f$ ), saame **kogurahvatulu** (ingl k gross national income; GNI).

Lisades GNI-le ülekannete saldo ( $TR_f$ ), on tulemuks **kasutada olev kogurahvatulu** (gross national disposable income; GNDI). See on majanduslik suurus, mida residentid võivad kasutada või säästa. Teisisõnu, **GNDI on rahvamajanduse kogusäästu ja agregeeritud tarbimisnõudluse summa.**

Eeltoodu kohaselt näitab jooksevkonto saldo kogusäästu ja -investeeringute vahet ( $CA = S - I$ ). Et jooksevkonto  $CA = NX + Y_f + TR_f$ , siis  $GNDI - C - G = CA + I$ .

**Seega näitab jooksevkonto saldo, millises ulatuses on kodumaised era- ja valitsuse tarbimiskulutused ning investeringud rahastatud välismaistest ressurssidest.** Negatiivne saldo annab tunnistust välismaiste netoaktivate vähenemisest (välispassivate suurenemisest), kuna kodumaistest säästudest ei piisa kõigi investeringute katmiseks.

Jooksevkonto puudujäägi kujunemisel on Eestis põhirolli mänginud kaupade ja teenuste bilanss. Sellegipoolest ei ole sugugi tähtsusetud ka jooksevkonto teised saldod – tulude ja ülekannete oma. Tulude bilanss toob esile erinevuse SKP ja GNI vahel – kui SKP näitab koguprodukti, mis on loodud antud riigi territooriumil, siis GNI näitab residentide kogutulu, sõltumata selle teenimise geograafilisest asukohast.

### Jooksevkonto tulude bilanss: metodoloogilised aspektid

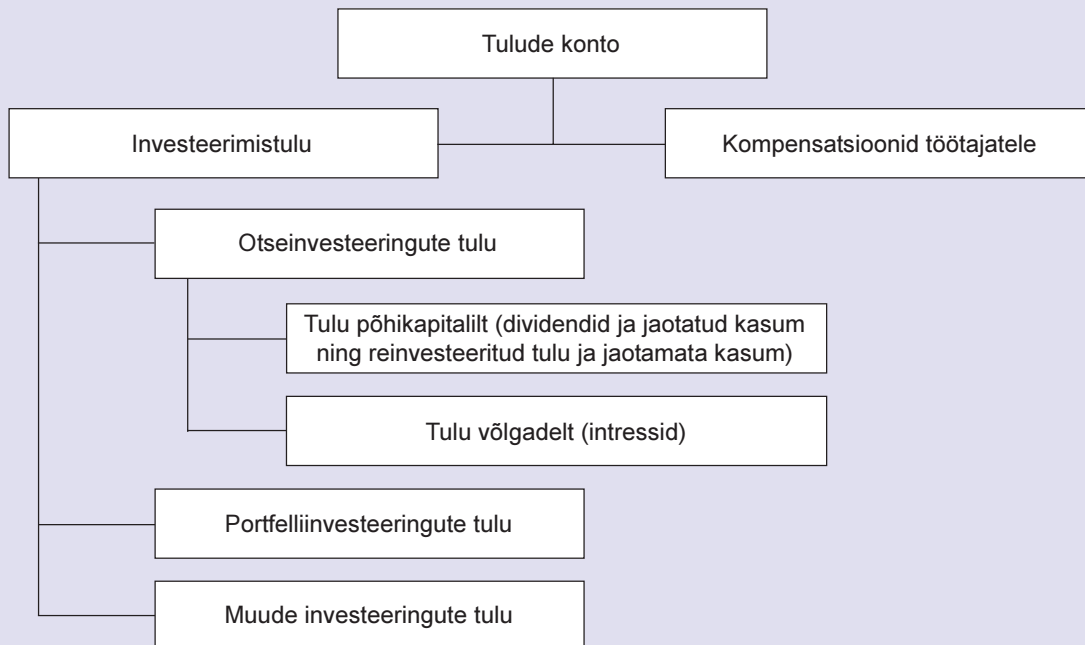
**Maksebilansi aspektist on tulude konto seega kirje, mis kajastab sissetulekuid tootmisfaktorite**

**rakendamise eest välismaal ning väljaminekuid välismaiste tootmisfaktorite rakendamise eest kodumaal.** Maksebilansis on tulude kontrol eristatud kompensatsioon tööjõu eest ning investeeeringutelt saadud tulu (vt joonis 1b). Viimatimainitu struktuur on samane finantskonto omaga, kus kapitalimahutused on liigitatud otse-, portfelli- ja muudeks investeeeringuteks. **Reinvesteeritud tulu ja filiaalide jaotamata kasum on otseinvesteeeringute tulu üks kahest alljaotusest (teiseks on dividendid ja filiaalide jaotatud kasum).**

Maksebilansi koostamisel lähtutakse rahvusvahelisel tunnustatud eeldusest, et maksebilansi tehing on üldjuhul residentide ja mitteresidentide vaheline tehing, millega ei pea tingimata kaasnema raha liikumist osapoolte vahel. Sellest tulenevalt kirjendatakse tehingud maksebilansis kahekordselt ning tekkepõhiselt<sup>1</sup>.

Nende põhimõtete rakendamise tõttu on Eesti maksebilansis viimasel ajal suurenenud just tulude konto puudujääk (koos sellega ka jooksevkonto defitsiit), ilma et reaalseid rahalisi ülekandeid oleks toimunud. Põhjuseks on valdavalt olnud Eestisse tehtud välismaistelt otseinvesteeeringutelt saadud tulu (jaotamata kasumi) suurenemine ning selle kohene reinvesteering. Kuna ressursse pole selle käigus ümber paigutatud, siis on vaatlusalusel perioodil vastava kapitalimahutuse võrra suurenenud ka välismaiste otseinvesteeeringute saldo finantskontrol.

Selline kontseptsioon seob ühtseks tervikuks mitte ainult maksebilansi ja RIPI, vaid ka ettevõtte tasandi raamatupidamise (kapitaliosaluse mõiste) ning majanduse agregaattaseme (residentide ja mitteresidentide netonõuded muutuvad vastavalt investeeeringute tasuvusele).



Joonis 1b. Tulude konto struktuur maksebilansis

<sup>1</sup> Reinvesteeritud tulu kohustuslikku eraldi kirjendamist maksebilansis näeb ette Rahvusvahelise Valuutafondi metoodiline käsiraamat "Balance of Payments Manual", 5<sup>th</sup> Edition (1993). Erandi moodustavad riigid, kus kasutatakse nimetatud käsiraamatu 4. versiooni (1977), mis ei näinud ette reinvesteeritud tulu eraldi kajastamist. Sellest tulenevalt peaks eri riikide maksebilansside võrdleval analüüsimisel kõigepealt kindlaks tegema, millise versiooni järgi antud riigi maksebilanssi koostatakse.

## Tulude konto mõju jooksevkontole aastail 1993–2000

Lõppenud kümnendi jooksul sõltus Eesti maksebilansi jooksevkonto saldo kõige enam kaupade ja teenuste bilansist (vt tabel 1b). Tulude konto ja ülekannete konto

suurusjärk on viimastel aastatel olnud märksa väiksem (2–3% SKP suhtes) ning erineva märgiga saldo tõttu on need teineteise mõju pea alati neutraliseerinud<sup>2</sup>. Seetõttu pole nad märkimisväärset tähelepanu pälvinud. Alles 2000. aastal hakkas tulude bilansi puudujääk ülekannete bilansi positiivset saldod ületama.

Tabel 1b. Eesti maksebilanss (mln kr)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Jooksevkonto</b>	<b>279,0</b>	<b>-2 145,6</b>	<b>-1 810,6</b>	<b>-4 806,9</b>	<b>-7 810,2</b>	<b>-6 760,2</b>	<b>-4 334,9</b>	<b>-5 709,1</b>
Kaupade ja teenuste bilanss	-927,9	-3 253,2	-3 285,2	-6 043,2	-7 420,1	-7 676,2	-4 482,6	-3 618,6
Kaubandusbilanss	-1 925,0	-4 615,9	-7 615,5	-12 288,2	-15 652,8	-15 725,5	-12 938,6	-13 496,7
Kaupade eksport f.o.b	10 762,7	15 828,5	19 428,2	21 833,4	31 846,5	37 786,3	36 036,4	56 013,0
Kaupade import f.o.b	-12 687,7	-20 444,4	-27 043,7	-34 121,6	-47 499,3	-53 511,8	-48 975,0	-69 509,7
Teenuste bilanss	997,1	1 362,7	4 330,3	6 245,0	8 232,7	8 049,3	8 456,0	9 878,1
Teenused: krediid	4 434,3	6 657,0	10 022,9	13 352,8	18 366,7	20 804,0	21 951,9	25 395,5
Teenused: deebet	-3 437,2	-5 294,3	-5 692,6	-7 107,8	-10 134,0	-12 754,7	-13 495,9	-15 517,4
Tulude bilanss	-185,4	-378,0	28,2	26,2	-2 010,5	-1 164,0	-1 505,8	-3 733,9
Tulud: krediid	355,5	482,5	727,7	1 352,5	1 594,1	1 871,8	1 964,3	1 915,2
Tulud: deebet	-540,9	-860,5	-699,5	-1 326,3	-3 604,6	-3 035,8	-3 470,1	-5 649,1
Ülekannete bilanss	1 392,3	1 485,6	1 446,4	1 210,1	1 620,4	2 080,0	1 653,5	1 643,4
Ülekanded: krediid	1 434,9	1 558,7	1 540,8	1 406,6	1 877,7	2 424,2	2 257,5	2 139,1
Ülekanded: deebet	-42,6	-73,1	-94,4	-196,5	-257,3	-344,2	-604,0	-495,7
<b>Kapitali- ja finantskonto</b>	<b>2 908,5</b>	<b>2 221,4</b>	<b>2 836,1</b>	<b>6 396,4</b>	<b>10 953,3</b>	<b>6 869,8</b>	<b>6 266,6</b>	<b>7 620,4</b>
Kapitalikonto		-8,1	-9,1	-7,8	-2,0	25,2	17,8	278,5
Finantskonto	2 908,5	2 229,5	2 845,2	6 404,2	10 955,3	6 844,6	6 248,8	7 341,9
Otseinvesteeringud	2 070,8	2 789,4	2 283,8	1 329,9	1 781,2	7 989,7	3 208,2	4 140,9
Välismaal	-82,1	-29,8	-29,1	-484,5	-1 912,9	-81,7	-1 239,8	-2 666,4
Eestis	2 152,9	2 819,2	2 312,9	1 814,4	3 694,1	8 071,4	4 448,0	6 807,3
Portfelliinvesteeringud	-3,0	-183,4	-255,1	1 784,4	3 655,1	-23,4	156,0	1 736,1
Nõuded	-5,4	-288,2	-382,3	-628,4	-2 319,3	-127,9	-1 894,9	507,0
Omandiväärtpaberid	-5,2	-187,7	58,0	-181,0	-1 238,5	500,8	187,0	56,1
Võlaväärtpaberid	-0,2	-100,5	-440,3	-447,4	-1 080,8	-628,7	-2 081,9	450,9
Kohustused	2,4	104,8	127,2	2 412,8	5 974,4	104,5	2 050,9	1 229,1
Omandiväärtpaberid	1,3	104,6	113,7	2 093,8	1 763,6	401,1	3 292,3	-554,9
Võlaväärtpaberid	1,1	0,2	13,5	319,0	4 210,8	-296,6	-1 241,4	1 784,0
Muud investeeringud	840,7	-376,5	816,5	3 289,9	5 519,0	-1 121,7	2 884,6	1 464,9
Nõuded	-1 909,7	-1 860,9	-1 118,8	-107,6	-4 635,5	-2 480,2	-1 301,2	-968,2
Pikaajaline kapital	-9,8	-37,0	-221,9	-17,5	-1 063,0	-786,5	421,8	-328,3
Lühiajaline kapital	-1 899,9	-1 823,9	-896,9	-90,1	-3 572,5	-1 693,7	-1 723,0	-639,9
Kohustused	2 750,4	1 484,4	1 935,3	3 397,5	10 154,5	1 358,5	4 185,8	2 433,1
Pikaajaline kapital	1 687,5	113,0	1 046,0	1 783,0	4 604,9	1 258,4	1 691,5	-829,5
Lühiajaline kapital	1 062,9	1 371,4	889,3	1 614,5	5 549,6	100,1	2 494,3	3 262,6
Vead ja täpsustused	-611,8	319,8	174,9	-361,1	-371,8	16,8	-134,1	359,2
<b>Üldbilanss</b>	<b>2 575,7</b>	<b>395,6</b>	<b>1 200,4</b>	<b>1 228,4</b>	<b>2 771,3</b>	<b>126,4</b>	<b>1 797,6</b>	<b>2 270,5</b>
<b>Reservid</b>	<b>-2 575,7</b>	<b>-395,6</b>	<b>-1 200,4</b>	<b>-1 228,4</b>	<b>-2 771,3</b>	<b>-126,4</b>	<b>-1 797,6</b>	<b>-2 270,5</b>

<sup>2</sup> Ehkki formaalselt võib öelda, et seni on tulude puudujäägi tasakaalustanud ülekanded, pole see Eesti puhul päris korrektne. Nimelt kujutab valdav osa ülekannetest endast välisabi, mille puhul eeldatakse, et sellega kaasneb kas kaupade või teenuste import.

Tulude konto saldo oli aastaarvestuses viimati positiivne 1996. aastal ning kvartaalselt 1998. a IV kvartalis, kajastades peamiselt välisosalusega ettevõtete kahjumit. Otseinvesteeringute tulude real on tegelikult alati koos kasum ja kahjum – seega on tegemist n-ö netokirjega, sest ühed ettevõtted saavad kasumit, teised kahjumit. Kui tulude väljavool on miinusemärgiga, siis on kogukasum kogukahjumist suurem, ja vastupidi (nagu ülalmainitud juhul). Seega, kui reinvesteeringute tulu deebet on plussmärgiga, siis on välisomanike kahjum olnud suurem kui samal perioodil saadud kasum.

Tulude konto saldo on keskmiselt küüdinud -2...-3%ni SKP suhtes, 2000. aastal oli see aga -4,5%. Peamiselt mõjutab seda näitajat Eesti residentide investeeringute tulusus välismaal ning mitteresidentide investeeringute tulusus Eestis. **Et Eesti ettevõtjate kapitalipaigutu-**

**sed on mitteresidentide omadest üle viie korra väiksemad, siis on määrava tähtsusega välismaiste otseinvesteeringute tulusus Eestis.** Vene kriisi järel on kiiremini taastunud samuti välismaise enamusosalusega ettevõtete kasumlikkus.

Eeldades välismaiste otseinvesteeringute umbes 10%list tootlust, peakski RlPi järgi kujunema otseinvesteeringutulu konto defitsiidiks 4–5% SKP suhtes. Otseinvesteeringute netopositsioon, nende tulusus ning tulude konto saldo olid proportsionaalselt võrreldavad ka 1997. aastal. 1998. ja 1999. a mitte kõige soodsam konjunktuur kajastus omakorda kapitalimahutuste väiksemas tulemis ning tulude konto väiksemas defitsiidis. Tabelis 2b on toodud otseinvesteeringute netotulu viimase kahe aasta jooksul. Välisinvesteeringute tulu on olnud peamiselt seotud põhikapitaliga, mitte ema- ja tütarettevõtete vaheliste võlgadega.

**Tabel 2b. Otseinvesteeringute netotulu struktuur Eesti maksebilansis 1999–2000**

	I kv 1999	II kv 1999	III kv 1999	IV kv 1999	I kv 2000	II kv 2000	III kv 2000	IV kv 2000
<b>Tulu otseinvesteeringutelt</b>	<b>-108,9</b>	<b>-753,1</b>	<b>-352,5</b>	<b>-192,6</b>	<b>-611,1</b>	<b>-838,8</b>	<b>-1 465,3</b>	<b>-533,0</b>
Tulu põhikapitalilt	-83,5	-731,8	-330,9	-250,3	-590,1	-831,6	-1 430,9	-504,1
dividendid ja filiaalide jaotatud kasum	-314,4	-394,7	-9,6	-71,6	-7,1	-636,3	-597,5	-154,6
reinvesteeringute tulu ja filiaalide jaotamata kasum	230,9	-337,1	-321,3	-178,7	-583,0	-195,3	-833,4	-349,5
Tulu võlgadelt (intressid)	-25,4	-21,3	-21,6	57,7	-21,0	-7,2	-34,4	-28,9

Välisosalusega ettevõtete otseinvesteeringute kogutulust on viimastel aastatel stabiilselt reinvesteeringute umbes pool.

Tulenevalt välisomanike domineerimisest Eesti suuremates pankades on otseinvesteeringutulu konto üsna tihedalt seotud panganduse kasumlikkusega. Täisosaluse omandamine mitteresidentide poolt Eesti Ühispangas ja praegu Sampo nime kandvas pangas süvendab nimetatud tendentsi veelgi, sest otseinvesteeringutulu kontol hakkas kajastuma aktsiatulu, mida varem kirjendati portfelliinvesteeringute välismaise väikeosalusena või mis ei leidnud maksebilansis üldse kajastamist (Eesti väikeinvestorite käes olnud aktsiad).

Ka portfelli- ja muude investeeringute tulude saldo peegeldab nende rahvusvahelist netopositsiooni. Väärt-paberiturgude suurema muutlikkuse tõttu on portfelli-

investeeringute netotulemi maksebilansis ka märksa ettearvamatum.

Samas on ka otseinvesteeringutel hooajaline komponent: nende investeeringute netotulu SKP suhtes on oma kõrgeimal tasemel (defitsiit on kõige väiksem) reeglina IV kvartalis. Hooajaline element esineb seejuures nii tulude krediid- kui ka deebetpoolel: võib täheldada nii dividendimaksete kuhjumist I ja II kvartalis kui ka raamatupidamislikke aktsioone – tavaliselt korrigeeritakse IV kvartalis kasumit vähenemise suunas.

Erinevalt suure välisvõlga riikidest ei ohusta Eestit võla teenindamise raskused, kuna netovälisvõlg ulatub vaid kuni 10%ni SKP suhtes (keskpanga reserve arvestamata 25%ni). Asjaolu, et enamik Eesti väliskohustusi on otseinvesteeringute vormis, suurendab vastupanuvõimet mis tahes välisšokkidele.