

IV RAHAPOLIITILINE KESKKOND

Eelnenud kolme kvartali jooksul rahapoliitilist keskkonda iseloomustanud välistendentsid muutusid 2000. a IV kvartalis vastupidiseks: Ameerika Ühendriikide majanduskasvu eeldatust kiirema aeglustumise ning hinnasurve vähenemise tõttu eurosoonis hakkas euro vahetuskurs dollari suhtes tõusma ning intressitõus europiirkonnas asendus kerge langusega. Turgudel eeldatakse, et Euroopa Keskpank (EKP) langetab intresse mõõdukalt – 2001. a esimesel poolel tõenäoliselt 25 baaspunkti võrra.

2000. a IV kvartalit iseloomustas rahapakkumise ja laenude kõrge kasvutempo ning suhteliselt suur sularahanõudlus. Kvartali lõpus ning 2001. a alguses oli märgata teatavaid aeglustumise tendentse – hoiusekasv pidurdus, laenujääk on püsinud alates detsembri algusest muutumatu ning sularahanõudlus on veidi vähenenud. Seoses reaalsektori välisrahastamisega ulatus kapitali sissevool Eestisse IV kvartalis 4 miljardi kroonini ning halvendas järsult jooksevkonto saldo suhet SKPsse.

Monetaarkeskond

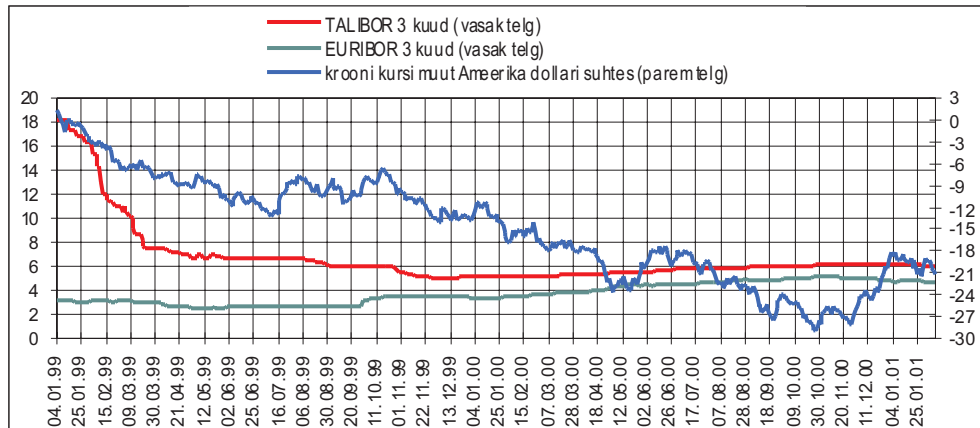
Oodatust nõrgemaks osutunud Ühendriikide majandusnäitajad viitavad maailma majanduse kasvutempo eeldatust järsemale aeglustumisele. **USA majanduskasvu halvenenud välja-vaadete tõttu hakkas kogu 2000. a jooksul langenud euro vahetuskurs dollari suhtes IV kvartali keskel tugevnema ning stabiliseerus 2001. a esimestel kuudel 0,9 EUR/USD piiril.** Vahetuskursi edasine areng sõltub sellest, kui tõsiseks probleemiks kujuneb majanduskasvu aeglustumine Ühendriikides ja kas realiseeruvad europiirkonna majanduse suhteliselt paremad väljavaated. **Euro vahetuskursi pikaajalise tugevuse seisukohalt on oluline see, kas 2000. a lõpul alanud tõusutrendi aluseks oli üksnes Ühendriikide majanduse tsükliline nõrkus või ka Euroopa majanduse struktuurne tugevnemine.**

Novembri keskel hakkasid ka seni tõusnud rahaturuintressid langema (vt joonis 4.1). Vaatamata sellele, et EKP loobus järgimast USA keskpanga eeskujuga langetanud intressimäärasid¹, olid rahaturuintressid oktoobrikuiselt kõrgtasemelt 2001. a veebruariks sõltuvalt tähtajast alanevad 30–55 bp võrra. Võrreldes paari kuu taguse perioodiga ollakse turgudel siiski palju kindlamad selles, et EKP langetab intresse 25 bp võrra veel 2001. a esimesel poolel.

Eesti monetaarkeskonna jaoks on nii euro vahetuskursi kui ka rahaturuintresside oodatavate muutuste mõju üsna neutraalne. Eurodes ja rahaliidu liikmesriikide valuutades on nomineeritud üle poole Eesti maksebilansi jooksevkontol kajastuvate tehingute koondmahust² ning euro ja dollari vahetuskursi muutumise mõju Eesti välistehingutele on osaliselt tasakaalustunud. Euro tugevnemise peamiseks positiivseks märgiks on tema roll välise hinnasurve vähen-dajana. **Euro rahaturuintresside langus ei ole kaasa toonud samaväärset intressilangust Eesti rahaturul.** Selle peamine põhjus oli hoiuste juurdekasvu aeglustumine aasta lõpukuudel.

¹ USA Föderaalreserv langetas 2001. a jaanuaris intressimäärasid kahel korral, nii 3. kui ka 31. jaanuaril 50 baaspunkti võrra.

² 2000. a detsembris moodustasid eurodes ja rahaliidu liikmesriikide valuutades nomineeritud tehingud 52% Eesti maksebilansi jooksevkontol kajastuvaist tehinguist.



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

Eesti laenuuru kontekstis omab EURIBOR endiselt eelkõige signaali rolli, selle otsene mõju reaalsektori laenuurule on hinnavahe alanemise tõttu olnud viimasel aastal suhteliselt teisejärguline.

Kapitalivood ja baasraha

2000. a IV kvartalis ulatus kapitali sissevool finantskonto kaudu 4,1 miljardi kroonini ning Eesti Panga välisvaluutareservid kasvasid 2,3 miljardi krooni võrra. Väliskapitali kaasasid nii pangad kui ka reaalsektori ettevõtted.

Pangasektor vähendas IV kvartalis oma välisnõudeid 1,9 mld krooni võrra ning emiteeris võlakirju 0,6 mld krooni ulatuses. Suur osa Eestis väljalaenatud rahast (1,1 mld krooni) läks finantseerimisasutuste kaudu taas välismaale. Aastavahetusele iseloomulikult paigutasid krediidasutused detsembris Eesti Panka 1 miljard krooni. See rahapaigutus oli ajutise iseloomuga – jaanuaris vähendasid krediidasutused oma nõudeid keskpangale 1,8 miljardi krooni võrra. **Kokkuvõttes jõudis 2000. a IV kvartalis finantssektori poolt kaasatud väliskapitalist Eesti reaalsektorisse vaid 190 miljonit krooni.**

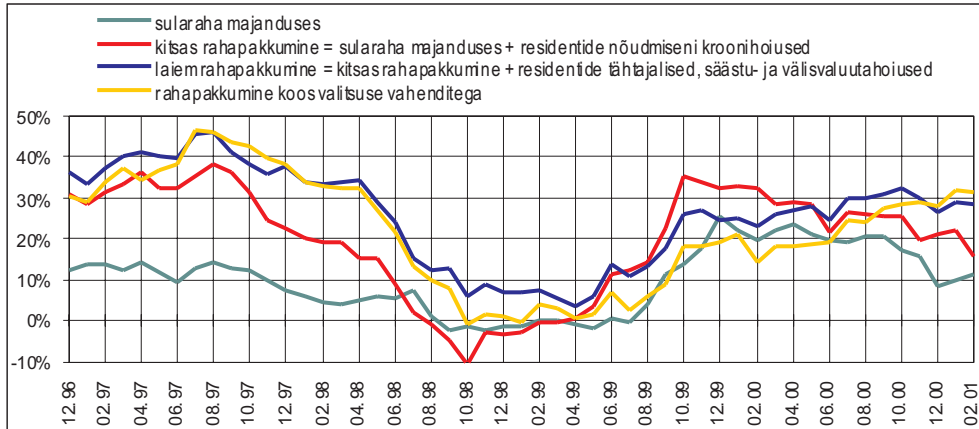
Oluline osa finantskontol kajastuvast kapitali sissevoolust toimus otseinvesteeringutena. Nende kasv kajastab nii finants- kui ka reaalsektorisse tehtud uusi välisinvesteeringuid ja IV kvartalis välisinvestorite poolt reinvesteeringut tulu. Et finantssektori omandisuhetes toimus muutusi – osa seniseid mitteresidentidest portfelliinvestoreid asendus strateegiliste investoritega –, siis kasvasid otseinvesteeringud osaliselt ka portfelliinvesteeringute väljavoolu tõttu. Lisaks otseinvesteeringutele kaasas Eesti reaalsektor väliskapitali IV kvartalis 1,3 miljardi krooni ulatuses. Nagu kogu 2000. aastal ei toonud ka enamik IV kvartalis jooksevkonto puudujäägi katteks kaasatud rahast kaasa võlakoormuse suurenemist.

Baasraha maht kasvas IV kvartalis 1,6 miljardit krooni, sh detsembris 1,4 mld kr. See kajastab Eesti Panga kontodel oleva raha ning sularahanõudluse suurenemist aastavahetuse eel. Rahapoliitika operatsioonilise raamistiku reformi tõttu ning sularahanõudluse kahanemise tulemusena hakkas baasraha maht jaanuaris vähenema, kahanedes 2,3 miljardi krooni võrra – 10,8 miljardile kroonile.

Rahaagregaadid

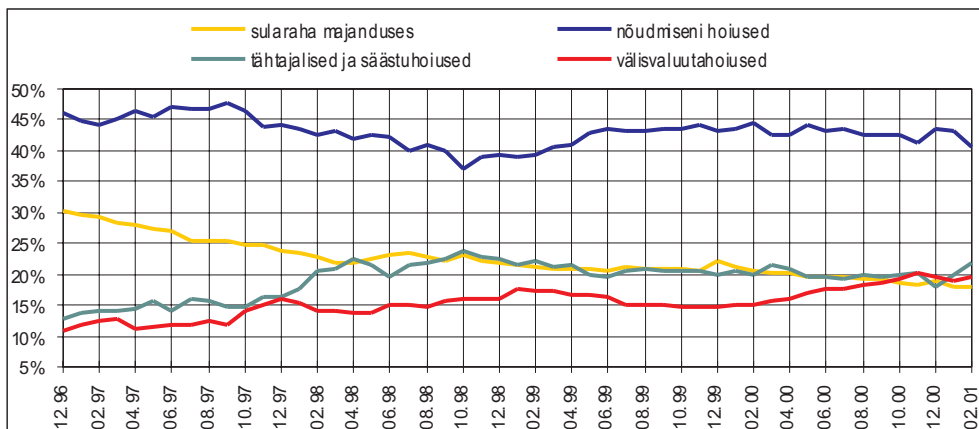
Kuigi rahaagregaatide aastakasv oli ka 2000. a IV kvartalis kiire, hakkas oktoobris-novembris hoiuste ning rahapakkumise kasv aeglustuma. Laiem rahaagregaat suurenes

kolme kuuga kõigest 852 ning kitsas rahaagregaat 699 miljoni krooni võrra (III kvartalis vastavalt 2 miljardit ja 1 miljard krooni). Laiema rahapakkumise aastakasv ulatus sealjuures detsembris lõpus 26,5 ning kitsa rahapakkumise aastakasv 21,1%ni (septembris vastavalt 30,8 ning 25,5%; vt joonis 4.2).



Joonis 4.2. Rahaagregaatide muutus võrreldes eelmise aasta sama kuuga

Eelkõige oli aeglustumine tingitud sellest, et IV kvartalis lõppes 1999. a suvest alates väldanud eraettevõtete hoiuste juurdevool ning nende maht jäi III kvartali lõpu tasemele. Novembris-detsembris ning jaanuari alguses ettevõtete hoiused koguni kahanesid. Sellel oli mitu põhjust – kogunenud likviidseid ressursse kasutati aktiivsemalt, samuti alustati Eesti Maapangale ja EVEA Pangale esitatud nõuete väljamaksmist³. Seevastu eraisikute hoiused suurenesid ka IV kvartalis ühtlases tempos. Detsembris kasv koguni kiirenes, seda eelkõige tänu tähtajaliste deposiitide suurenemisele. Viimane oli osaliselt tingitud Eesti Maapanga ning EVEA Panga pankrotimenetluse käigus tagastatud hoiustest, osaliselt aga aastavahetuse mõjust – hooajalisusele viitab näiteks aastase tähtajaga hoiuste kasv detsembri viimasel dekaadil. Hoiuste struktuuri muutumist iseloomustab joonis 4.3.



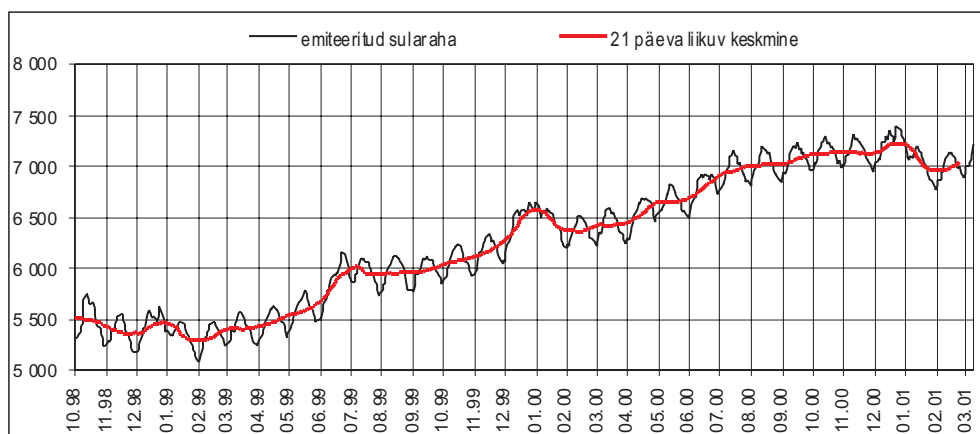
Joonis 4.3. Laiema rahaagregaadi struktuur

³ Statistikas käsitletakse ka pankrotis panku ettevõtetena, mistõttu Eesti Maapangale ja EVEA Pangale esitatud nõuete väljamaksmine kahandas detsembris metodoloogilistel põhjustel ettevõtete ning suurendas valitsussektori ja eraisikute hoiuseid.

Rahapakkumine suurenes tagasihoidlikult ka 2001. a jaanuaris. Seevastu jaanuari viimasel dekaadil ja veebruari algul see mõnevõrra kiirenes: eraisikute hoiuste jätkuvalt kiirele kasvule lisandus ka riigi- ja kohalike omavalitsuste äriühingute hoiuste suhteliselt järsk suurenemine (hoiuste jääk kasvas aastavahetuse 328 miljonilt kroonilt veebruari esimesel dekaadil 790 miljonile kroonile). Ka finantseerimisasutuste ning eraettevõtete hoiused suurenesid mõnevõrra. Siiski pole alust eeldada, et 2001. aasta I kvartalis erineb areng 2000. a IV kvartali omast ning hoiuste jõudus kasv taastub möödunud aasta esimese poole tasemel.

Ka mitteresidentide ning valitsussektori hoiuste muutumine erines neljandas kvartalis eelnenud perioodidest. Kui mitteresidentide hoiuste kasv pidurdus, siis valitsussektori hoiused hakkasid just hoogsalt suurenema: nende aastakasv ulatus aastavahetusel 48,6%ni ja 2001. aasta veebruaris koguni 103,3%ni. See oli tingitud mitmest tegurist – kohalike omavalitsuste hoiuste kasvust, hooajalisusest ning pankrotis pankade pankrotimenetluse käigus 2000. a detsembris valitsussektorile tagastatud hoiustest. **Kokkuvõttes tähendas kodumaiste ja välishoiustajate deposiitide juurdevoolu väike aeglustumine IV kvartalis, et finantssektori senine soodus likviidsuskeskkond mõnevõrra ahenes.**

Aastavahetusele iseloomulik hooajaline sularahanõudluse suurenemine oli 2000. aastal 1999. a lõpust tagasihoidlikum (vt joonis 4.4). Tagasihoidlikum sularahanõudlus võrreldes 2000. a IV kvartali keskmisega iseloomustas ka 2001. a alguskuid. Tõenäoliselt kajastas sularahanõudluse kõrgem tase IV kvartalis suuremat tarbimisaktiivsust, mis pärast aastavahetust tavapäraselt ajutiselt vähenes. Aasta viimases kvartalis laienes ka sularahata arveldusviiside, nt krediitkaartide kasutamine, mis vähendas vajadust sularaha järele⁴. **Seega ei pruugi sularahanõudluse kasvu pidurdumine 2001. a alguses tähendada majandusaktiivsuse kasvu aeglustumist.**



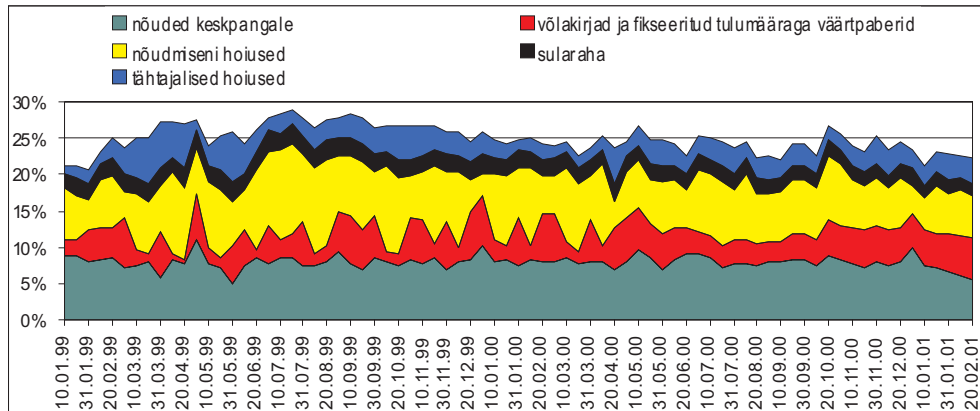
Joonis 4.4. Emiteeritud sularaha (mln kr)

Raha- ja valuutaturg

Likviidsed varad

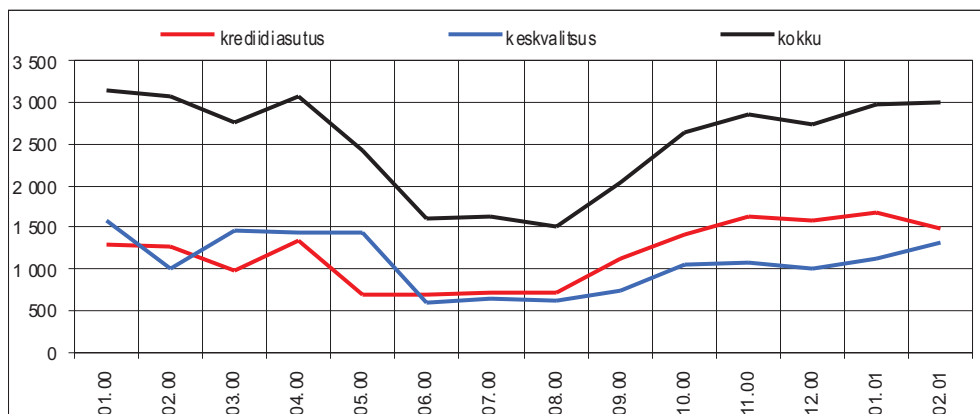
Rööbiti 2000. a IV kvartalis toimunud rahaagregaatide kasvutempo aeglustumisega ning likviidsusrisi suurenemisega jätkus 2001. a alguses likviidsete varade osakaalu kahanemine pankade bilansis endises tempos (vt joonis 4.5).

⁴ Siseriiklike maksete käive suurenes 2000. a IV kvartalis ligemale 41% võrreldes 1999. a sama ajaga, krediitkaartide arv aga rohkem kui kahekordistus. Kaardimaksete käive kauplustes oli IV kvartalis 1,1 miljardit krooni ehk 46% suurem kui aasta varem ja 30% suurem kui II kvartalis (vt Maksesüsteem lk 44–45).

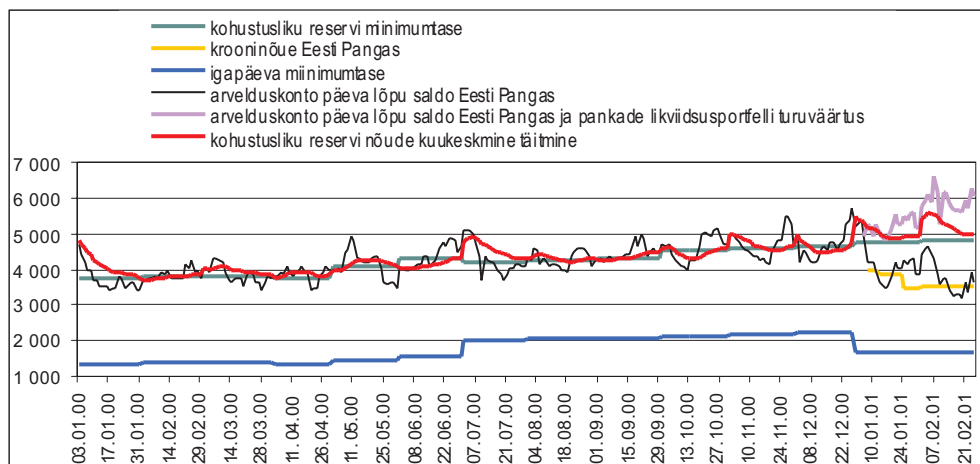


Joonis 4.5. Likviidsete varade osatähtsus pankade aktivas

Seoses rahapoliitika operatsioonilise raamistiku reformi raames käivitunud välisvarade arvestatavusega kohustusliku reservi osana suurenes jaanuaris mitteresidentidest emitentide võlakirjade maht ning kõrge kvaliteediga võlakirjade osatähtsus pankade väärtpaberiportfellis (vt joonis 4.6).



Joonis 4.6. Mitteresidentidest emitentide võlakirjade maht krediidiasutuste väärtpaberiportfellis (mln kr)

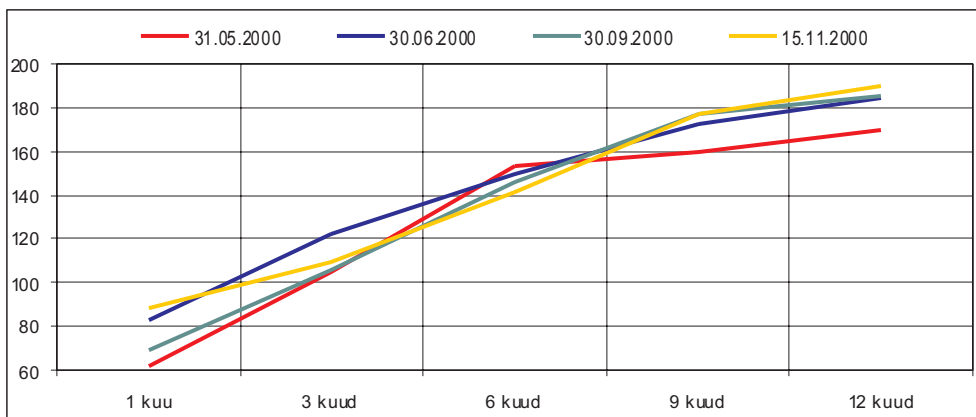


Joonis 4.7. Krediidiasutuste kohustusliku reservi nõude täitmine (mln kr)

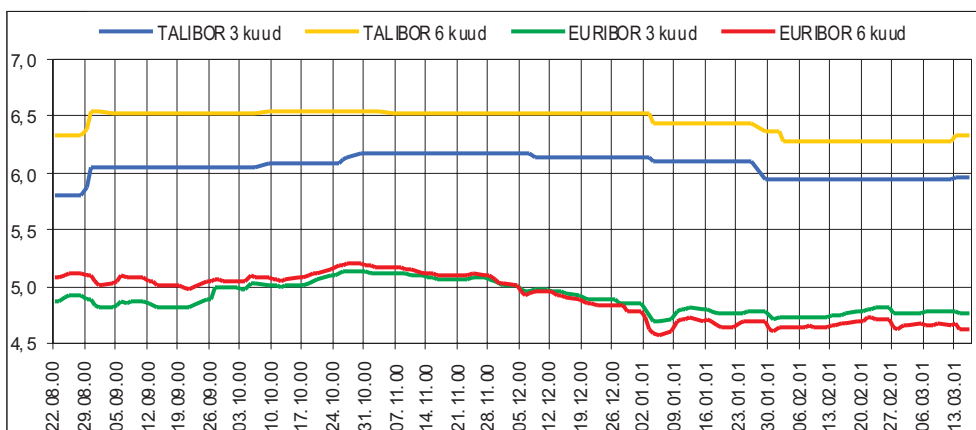
Krediidasutuste likviidsuspuhvrite tase jäi 2001. a alguses suhteliselt stabiilseks, toimus aga oodatud struktuurne nihe – keskpangas hoitud kohustuslik reserv asendus osaliselt välisreservidega. Võrreldes eelnevate perioodidega vähenesid krediidasutuste keskpangas hoiustatud vahendid jaanuaris ligi 700 miljoni krooni võrra ja veebruaris veel ligi 500 mln kr võrra (vt joonis 4.7). Samavõrra suurenesid krediidasutuste välispuhvrid. **Kokkuvõttes oli reformi mõju pangasektori likviidsuspuhvritele neutraalne.**

Rahaturuintressid

Eesti krooni rahaturu intressimäärad järgisid 2000. a teisel poolel lühikese viitajaga euro intressimäärade suundumust. Viimased saavutasid oma selle tsükli haripunkti oktoobri lõpuks, Eesti krooni rahaturu intressimäärad novembri keskpaigaks (vt joonis 4.8). Eesti krooni ja euro lühiajaliste intressimäärade vahe on intresside langustsüklis kasvanud, mis peegeldab tõenäoliselt kodumaise likviidsuskeskkonna ahenemist. 2000. a IV kvartalis suurenes intressivahe 3 kuu rahaturuintresside osas 22 baaspunkti võrra, 2001. a kahe esimese kuuga aga kahanes 5 baaspunkti võrra (vt joonis 4.9).



Joonis 4.8. Eesti krooni ja euro rahaturuintressimäärade vahe (baaspunkti)



Joonis 4.9. Eesti krooni ja euro rahaturu intressimäärad (%)

2000. a IV kvartalis mõjutas euro rahaturuintresse eelkõige maailma majanduse kasvutempo aeglustumise ootus ning välise hinnasurve vähenemine. Viimane oli seotud euro vahetuskursi

tõusuga ja kütusehindade kasvu pidurdumisega. Eesti krooni rahaturu intressimäärade alanemist toetas endiselt soodne, kuid vähehaaval ahenev likviidsuskeskkond.

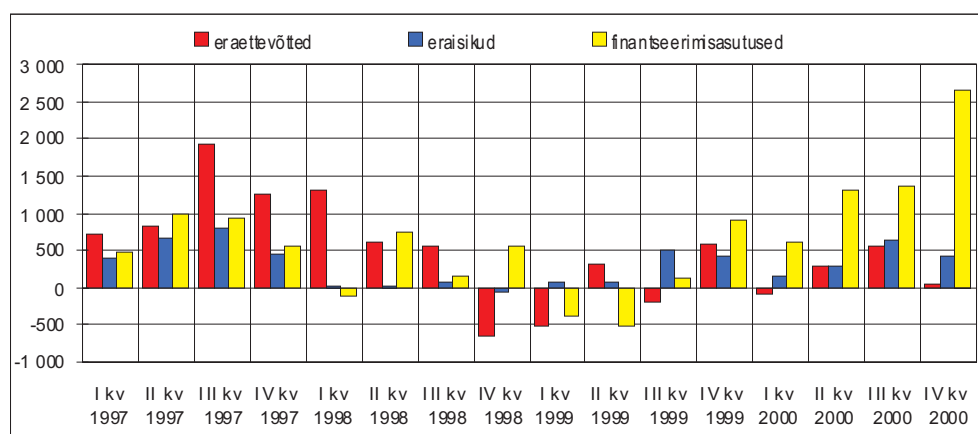
Rahapakkumise kasvutempo langus ning pankade likviidsuse kahanemine võivad lühikesel perioodil põhjustada intressivahe püsimist ning isegi kasvu. Erinevalt Ameerika Ühendriikidest, kus majanduslanguse vältimiseks alandas Föderaalreserv 2001. a jaanuaris intressimäärasid 100 baaspunkti võrra, prognoosivad rahvusvahelised finantsturud, et Euroopa Keskpank langetab keskseid intressimäärasid juunikuuks kõigest 25 baaspunkti võrra. EKP on prognoosinud 2001. aastal sisemajanduse koguprodukti kasvuks eurotsoonis 3%. Viimane tähendab, et tempo on potentsiaalsest majanduskasvust kiirem, mis koos endiselt kõrgel püsiva toornafta hinnaga viitab sellele, et euro baasintressid alanevad aeglaselt. Seega peaks ka surve Eesti krooni rahaturu intressimäärade edasiseks languseks lähema poole aasta jooksul olema tagasihoidlik.

Valuuta tulevikutehingute turg oli IV kvartalis endiselt väheaktiivne. Vahetustehingute turul kahanes krooniriski marginaal pikema kui aastase tähtajaga tehingute puhul.

Laenuurg

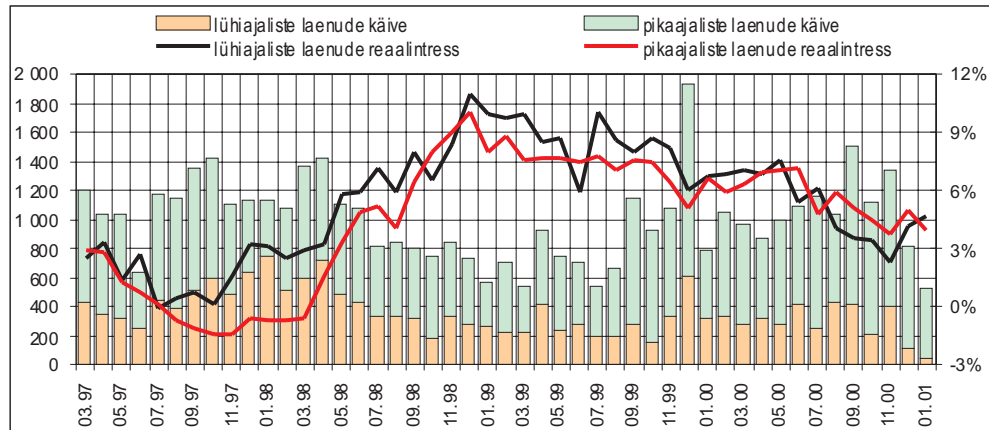
Laenuagregaadid

Kodumaine laenamine jätkus hoogsalt ka 2000. a IV kvartalis – pangalaenuid koos soetatud kodumaiste võlakirjadega kasvasid 3 miljardi krooni võrra (III kvartalis oli kasv 2,6 mld krooni; vt joonis 4.10). **Laenude aastakasv siiski pidurdus, seda eelkõige viimastel kuudel.** Ka 2001. a jaanuari iseloomustab laenujääkide püsimine muutumatuna ning tavatult väike laenukäive (vt joonis 4.11). Residentide pangalaenude juurdekasv ulatus detsembri lõpus 28,6%ni, koos pankade omanduses olevate võlakirjadega 30,6%ni (vt joonis 4.12). Detsembris toimunud pangalaenude vormistamine võlakirjadeks⁵ ei mõjutanud oluliselt krediitikasvu, oli finantseerimisasutuste krediteerimise suhtes neutraalne ning vähendas mõnevõrra eraettevõtete pangakrediidi mahtu.

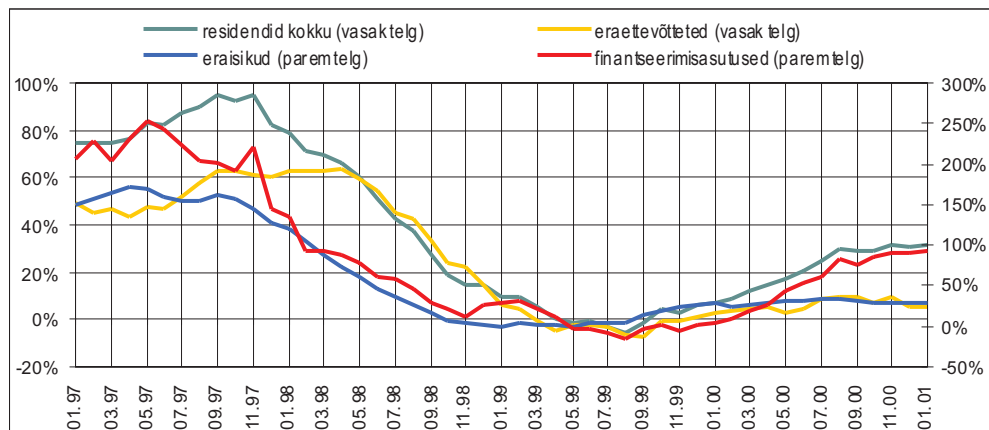


Joonis 4.10. Residentide pangalaenude ning pankade omanduses olevate võlakirjade jäägi absoluutkasv kvartalis (mln kr)

⁵ Ligi 1,2 miljardit krooni residentide laenujäägist vormistati ümber võlakirjadeks.



Joonis 4.11. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete krooni- ja välisvaluutalaenude käive (mln kr, vasak telg) ja kaalutud keskmised ex post reaalintressid (parem telg) tarbijahinnaindeksi järgi



Joonis 4.12. Residentidest eraisikute, eraettevõtete ja finantseerimisasutuste pangalaenude ning pankade poolt soetatud võlakirjade aastakasv (%)

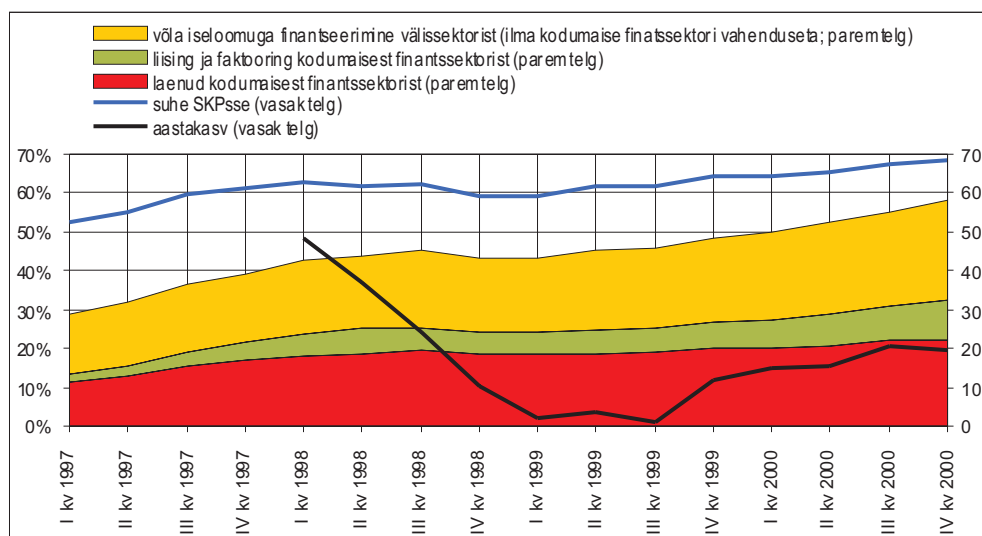
Jätakuvalt oli laenamine seotud eelkõige finantseerimisasutuste krediteerimisega – IV kvartali 3 miljardi kroonise krediidiga suurenenisest laenati 2,7 mld krooni finantseerimisasutustele. Seetõttu ulatus finantseerimisasutuste laenude ja võlakirjade aastakasv detsembri lõpuks 91,3%ni. See ei kajastanud aga täiel määral reaalsektori liisingu ja faktooringu kasvu – viimane suurenes esialgseil andmeil kvartaliga 0,9 miljardi krooni võrra, ulatudes aasta kokkuvõttes siiski 47%ni. **Kokkuvõttes suurenes reaalsektori finantseerimine finantssektori poolt aastaga 19,9% (sh pangalaenu 11,3%).**

Ettevõtete krediteerimine pankade kaudu oli IV kvartalis tagasihoidlik – laenude ja võlakirjade maht suurenes kõigest 41 miljonit krooni, mis tähendab 5,3%list aastakasvu⁶. Laenujääk kasvas eelkõige sisenõudlusele orienteeritud harudes – kaubanduses ning kinnisvarasektoris –, samal ajal kui tööstusettevõtetele väljastatud laenude jääk oluliselt ei muutunud. See näitab kaudselt, et kiirem on kasv eelkõige sisenõudluse ja tarbimisega seotud sektorite puhul. Eraisikute panga-

⁶ Detsembris toimunud laenude vormistamine võlakirjadeks praktiliselt nullis oktoobris-novembris aset leidnud laenujäägi kasvu. Seejuures on aga eraettevõtete 2,7 mld krooni suurune laenukäive IV kvartalis võrreldav III kvartali omaga.

laenude kasvutempo püsis IV kvartalis varasemate kvartalitega võrreldaval tasemel, ulatudes detsembri lõpul 28,9%lise aastakasvuni. Eratarbimise krediteerimine toimub eelkõige liising-finantseerimise ning krediitkaartide abil ega kajastu seetõttu nii otseselt pangalaenude käibes ja jääkides.

2000. aasta II ja III kvartalit iseloomustas reaalsektori suhteliselt suur välislaenamine, mis koosnes eelkõige ettevõtete lühiajalisest kaubanduskrediidist ning muudest lühiajalisema iseloomuga kohustustest. Kontsernisestse laenude osatähtsus mõnevõrra vähenes. Neljandas kvartalis reaalsektori hoogne välislaenamine jätkus. **Kokkuvõttes ulatus reaalsektori⁷ finantseerimise aastakasv IV kvartali lõpus koos välisfinantseerimisega⁸ hinnanguliselt 19–22 protsendini** (vt joonis 4.13). See on mõnevõrra suurem kui III (kasv ca 21%) ja II kvartalis (ca 15%).



Joonis 4.13. Reaalsektori poolt välissektorist ning kodumaisest finantssektorist kaasatud laenu- ja muud võlakohustused (2000. a IV kvartali andmed on hinnangulised)

Reaalsektori intressid

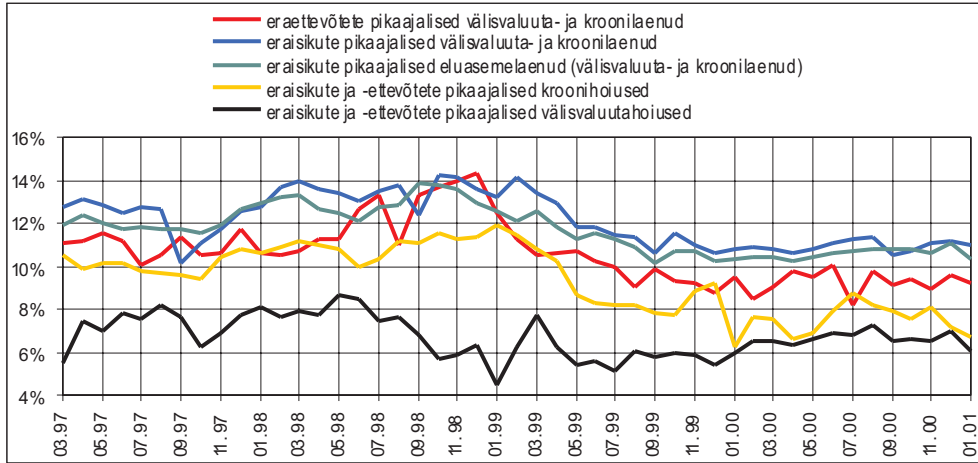
Reaalsektori intressitase püsis IV kvartalis üldjoontes praktiliselt muutumatuna ning liikumised olid pigem tehnilist-statistilist kui sisulist laadi. **Ainsaks erandiks oli pikaajaliste krooni- ning välisvaluutahoiuste intresside mõningane alanemine** (vt joonis 4.14). Seejuures oli aga pikaajaliste kroonihoiuste käive suhteliselt väike – 42 miljonit krooni. Ka pikemas perspektiivis – terve 2000. a jooksul muutusid reaalsektori intressid üpris vähe, keskmiselt 0,5...1 protsendipunkti võrra. Samal ajal laenude ja hoiuste käive aastaga mõnevõrra kasvas.

Eraettevõtete laenuintressid olid üpris muutlikud, kuid püsisid kogu IV kvartali jooksul vahemikus 8–9%. Kvartali keskmisena lühiajalised intressid võrreldes III kvartaliga langesid ning pikaajalised intressid mõnevõrra tõusid. Samane tendents iseloomustas ka 2000. aastat tervikuna. Võrreldes 1999. aasta IV kvartaliga alanesid ettevõtete lühiajalised laenuintressid 2

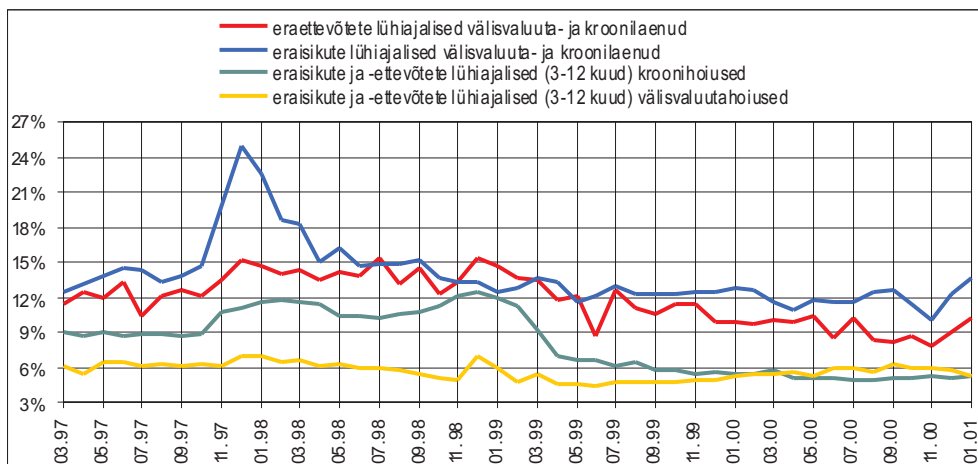
⁷ Reaalsektori all mõeldakse siinkohal riigi- ja eraettevõtteid, eraisikuid ning mittetulundusühinguid.

⁸ Välisfinantseerimiseks peetakse siinkohal reaalsektori poolt otse välissektorist võetud lühi- ja pikaajalisi laene, kaubanduskrediiti, võlakirju ning muid omakapitaliga mitte seotud kohustusi, sh võla iseloomuga kohustusi otseinvesteeringute ja tütarettevõtete ees.

protsendipunkti võrra (10,5%lt 8,5%le; vt joonis 4.15) ning pikaajalised kasvasid 0,4 protsendipunkti võrra (8,9%lt 9,3le)⁹. Detsembris-jaanuaris lühiajalised laenuintressid seevastu mõnevõrra tõusid, peegeldades ilmselt likviidsuskeskkonna mõningast ahenemist.



Joonis 4.14. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete pikaajalised kaalutud keskmised intressimäärad



Joonis 4.15. Residentidest eraisikute ja mittefinantssektori eraettevõtete lühiajalised kaalutud keskmised intressid

Eraisikute eluasemelaenu intresside dünaamika oli kogu 2000. a vältel vastuoluline. Aasta esimesel poolel ei kandunud europiirkonna intressitõus eluasemelaenude intressidesse täielikult üle. Kui eurointresside tõus IV kvartali alguses pidurdus, siis eluasemelaenude intressid koguni mõnevõrra langesid. Vastupidi neile tendentsidele toimus detsembris eluasemelaenu intresside ajutine tõus, mis tõstis neid ka kvartali kokkuvõttes. 2000. a lõpul oli eraisikute pikaajaliste eluasemelaenude kaalutud keskmine intress 11,1% (III kvartali lõpul – 10,9% ning 1999. a lõpul – 10,2%). Seevastu eraisikute tarbimisläenu intressid alanesid IV kvartali jooksul 13,4%lt 12%le. Võrdluseks: 6 kuu EURIBOR kasvas 2000. a jooksul 131 baaspunkti võrra, kuid IV kvartalis kahanes 23 bp võrra.

⁹ Kvartali kaalutud keskmised intressid.

Reaalsektori intresside edasine areng sõltub mitmest tegurist. Ühest küljest pole eurotsooni intresside langus eelseisva poole aasta jooksul tõenäoliselt eriti kiire ning teisest küljest on 2000. a esimest poolt iseloomustanud hoiuste kiire kasv 2001. a alguseks mõnevõrra aeglustunud. See tähendab, et **surve intresside alandamiseks on väiksem ning reaalsektori intressid lähiajal oluliselt ei muutu. Kuna inflatsioonitempo on 2001. a esimesel poolel tavapärasest mõnevõrra kiirem, siis *ex post* reaalintressid veidi langevad.**