

## IV RAHAPOLIITILINE KESKKOND

Maailma majanduskasvu aeglustumise taustal oli rahapoliitiline väliskeskkond II kvartalis ja ka III kvartali algul küllaltki heitlik ning seda mõjutavad tendentsid kohati vastandlikud. Teise kvartali alguses peatus euro tugevnemine Ameerika dollari suhtes ning asendus taas nõrgenemisega, mille tulemusena USD kurss jõudis oma 2000. a kõrgtaseme lähedale.

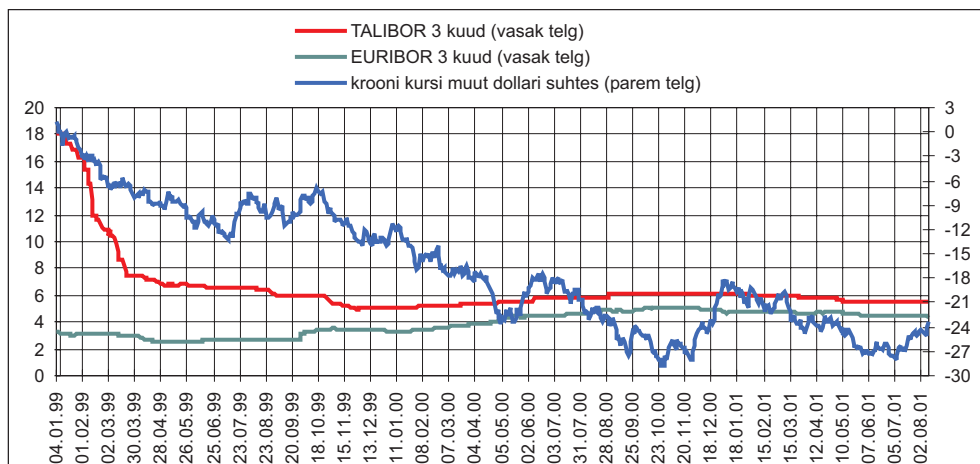
Eelkõige välise hinnasurve toel jõudis hinnakasv Euroopas mais viimase kümnendi kõrgeimale tasemele – 3,4%ni. Teise kvartali lõpus tendents muutus ning inflatsioonisurve hakkas madalamate energia- ja toiduainehindade ning osaliselt ka euro vahetuskursi tõusu mõjul järele andma.

Välise hinnasurve vähenemise ning välisintresside languse eeldatava pidurdumise tõttu peaks monetaarkeskonna areng Eestis olema II poolaastal senisest mõnevõrra vähem ekspansiivne. Samas jätkub rahaturu- ning laenuintressimäärade alanemine.

Kodumaise reaalsektori jaoks tähendas II kvartal ennekõike hoiuste kasvu aeglustumist ning intressimäärade alanemist. Intresside langus oli suurim tähtjaliste hoiuste ning eluaseme-laenude puhul. Reaalsektori agregeeritud võlakohustuste aastane kasvutempo oli jätkuvalt üle 20%, sealhulgas jätkasid ennaktempos suurenemist liisinguportfell ning otselaenamist välismaalt.

### Monetaarkeskkond

Esimeses kvartalis toimunud euro tugevnemine dollari suhtes tasemele 0,93 EUR/USD jäi ajutiseks, kuivõrd eurosooni halvenenud majanduskasvu väljavaated, sh ettevõtjate ning tarbijate kindlustunde jätkuv kahanemine, põhjustasid II kvartalis euro uue nõrgenemise. Juulis euro vahetuskurss tõusis taas (vt joonis 4.1). See oli seotud eeskätt Ameerika Ühendriikide tööstussektori ning tööturu nõrkusega.



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

Käesoleva aasta esimese viie kuu jooksul oli üheks euro vahetuskurssi alandavaks teguriks otseinvesteeringute netoväljavool eurosoonist, mille jätkumine samas suurusjärgus ei ole edaspidi kuigi tõenäoline. Sellest hoolimata on küsitav, kas euro tugevnemine jätkub. Teisel poolaastal võib Ühendriikide majandusaktiivsuse vähenemise pidurdumine mõjuda euro vahetuskurssi nõrgestavalt. **Finantsturud ei prognoosi eelseisvaks 12 kuuks euro vahetuskursi suuremaid nihkeid** – septembri alguses oli euro kurss tulevikutehingute turul vaid ligi 0,3 protsendipunkti kõrgem. **Hinnakasvu seisukohalt võib euro tugevnemist suvekuudel pidada positiivseks, sest see alandas survet nii europiirkonna kui ka Eesti impordihindadele.**

Eesti montaarkeskonda kujundav krooni rahaturu intressimäärade trend on alates 2000. aasta lõpust alanev nagu euro intressimäärade omagi. Eesti krooni pikema kui 3kuise perioodi rahaturuintressid langesid ajavahemikul maist augustini ligi 30 baaspunkti võrra. Võrreldes euro intressidega oli langus tagasihoidlikum.

**Eesti monetaarkeskonnale avaldab krooni ning euro rahaturuintresside oodatav edasine langus jätkuvalt ekspansiivset mõju.** Samas ei kandu eurosoonis ega ka Eestis rahaturuintresside muutused üksüheselt üle laenuintressidesse. Soodsas likviidsuskeskkonnas määravad kodumaiste laenuintresside taseme lisaks euro rahaturuintressidele laenuõudlus ning turukonkurents.

## Kapitalivood

**Teises kvartalis olid kapitalivood erandlikud – leidis aset suur otseinvesteeringute väljavool.** See oli seotud ennekõike Leedu Lietuvos Taupomasis Bankase ning Läti Hansapanka rekaptaliseerimisega Hansapanga poolt.

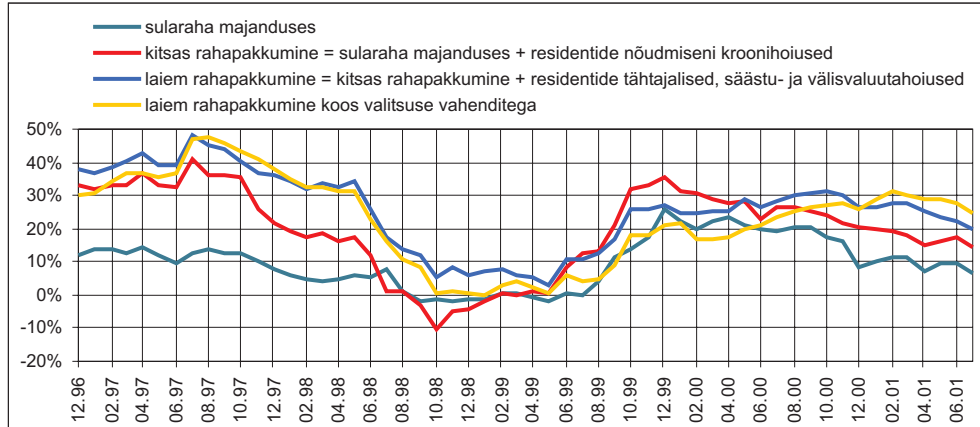
**Eestisse tehtud otseinvesteeringud jäid tavapärasele tasemele, ulatudes 1,3 mld kroonini,** millest ühe miljardi moodustasid otseinvesteeringute laenuid Eesti tütarettevõtjatele.

**Muude ja portfelliinvesteeringutena liikus Eestisse netoarvestuses miljard krooni, sh pankadesse ca 860 mln krooni.** Finantseerimisasutused viisid Eestist välja hinnanguliselt 700 mln krooni ning erasektor kaasas muude ja portfelliinvesteeringute vormis kuni 1,2 mld krooni.

Tulenevalt rahapoliitika operatsioonilise raamistiku reformi II etapi käivitumisest alates 1. juulist 2001 on III kvartalis oodata olulist portfelli- ja muude investeeringute väljavoolu kommertsbankade kaudu. Nagu jaanuaris käivitunud esimesel etapil, paigutavad pangad III kvartalis erinevatesse välisvaradesse tõenäoliselt ca 1,4 mld krooni seni Eesti Pangas hoitavast kohustuslikust reservist.

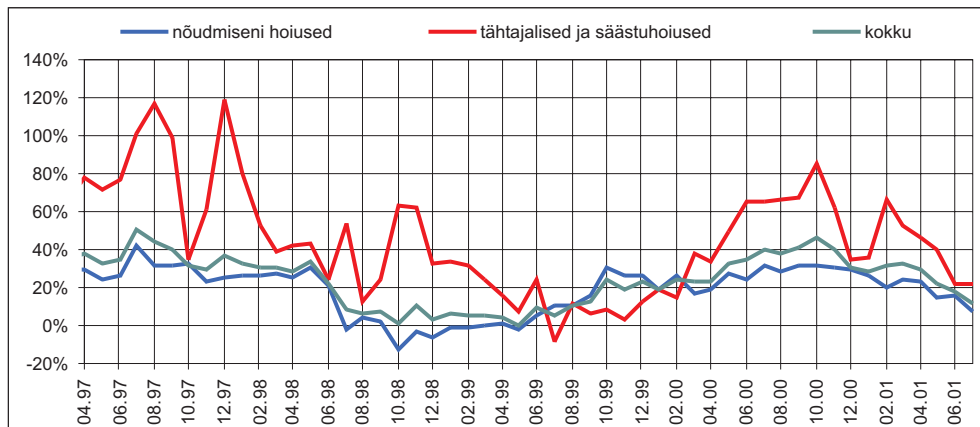
## Rahaagregaadid

**Kooskõlas üldise majandusaktiivsuse langusega pidurdub ka kodumaise reaalsektori rahanõudlust peegeldavate rahaagregaatide juurdekasv.** Kitsama rahaagregaaadi M1 aastane kasvutempo on olnud langeva trendiga juba üle poolteise aasta ning on majanduse viimase kasvutsükli rekordtasemest juba 21 pp madalam. Aprillist alates on langus kiirenenud. Viimase kolme kuuga oli see koguni 5,6 protsendipunkti, mis aeglustas aastakasvu 19,6%ni. Reaalsektori hoiuste aastakasvu aeglustumist kompenseerib valitsussektori hoiuste mahu jätkuvalt kiirenev suurenemine, mis ületab juba 100% piiri. Võrreldes aastataguse ajaga olid valitsussektori deposiidid juuli lõpul 2 mld krooni suuremad ja küündisid juba 3,7 mld kroonini. Seetõttu on ka kõige laiema, valitsuse hoiuseid sisaldava rahaagregaaadi kasvutempo teistest kõrgem (vt joonis 4.2).

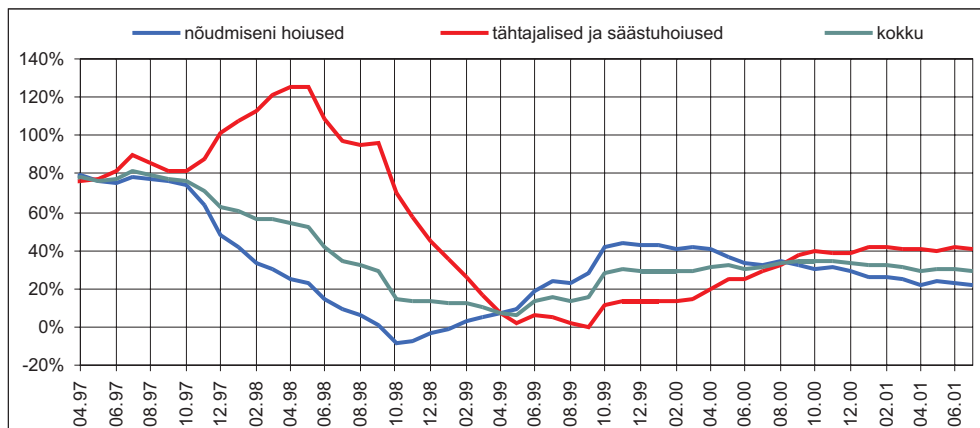


Joonis 4.2. Rahaagregaatide muut võrreldes eelmise aasta sama kuuga

Rahaagregaatide kasvu pidurdumist kompenseerib osaliselt rahaturu- ja intressifondide osakute kasv. Kui I kvartalis suurenes fondide maht võrreldes 2000. a sama ajaga ligemale 480 mln krooni (lisab laiema rahaagregaadi aastakasvule 1,7 pp), siis II kvartali lõpuks oli aastane fondide mahu kasv 700 mln krooni, mis lisab laiema rahaagregaadi aastakasvule 2,3 pp.



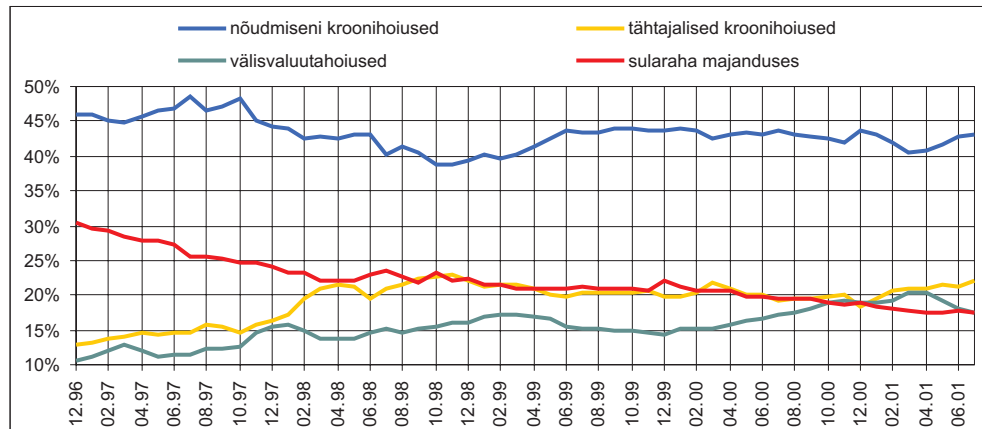
Joonis 4.3. Residentsete äriühingute kuu keskmiste hoiuste muut võrreldes eelmise aasta sama kuuga (kroon ja välisvaluuta)



Joonis 4.4. Residentsete eraisikute kuu keskmiste hoiuste muut võrreldes eelmise aasta sama kuuga (kroon ja välisvaluuta)

Kodumaises reaalsektoris on kõige järsemalt pidurdunud äriühingute hoiuste kasv (vt joonis 4.3) – agregeeritud näitaja kahanes I kvartali keskmiselt 31%lt juulikuuks 11%ni. Agregeeritud hoiustes omakorda aeglustus kõige kiiremini tähtjaliste ning nõudmiseni välisvaluutahoiuste kasvutempo, olles juba nulli lähedal.

Erinevalt äriühingute hoiustest on eraisikute deposiitide kasv jätkuvalt stabiilne (vt joonis 4.4), püsidis agregeeritud näitajana juba pea kaks aastat 30% piirimal. Eraisikute hoiuste eneste struktuuris on kogu selle perioodi jooksul leidnud aset aeglane, kuid järjekindel tähtjaliste (ennekõike välisvaluuta)hoiuste osatähtsuse kasv.



Joonis 4.5. Laiema rahaagregaadi struktuur

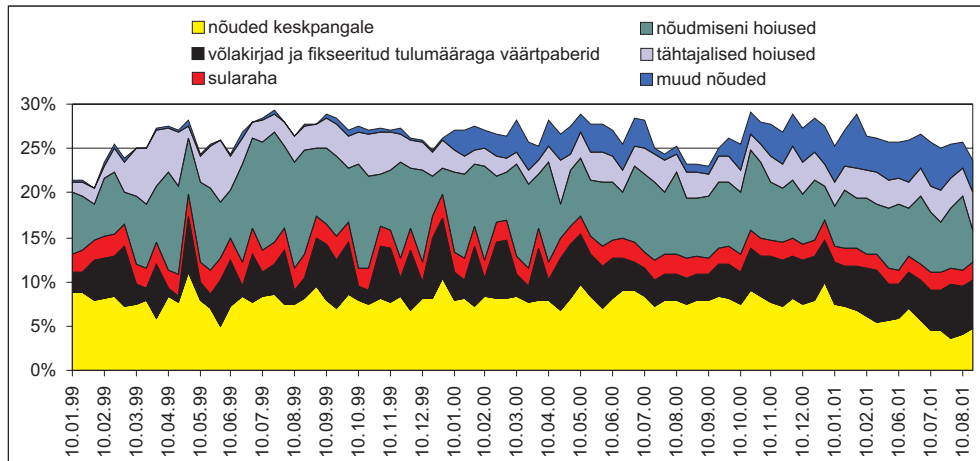
Tulenevalt sularaha keskmisest aeglasemast kasvutempost, on sularaha osakaal laiemas rahaagregaadis (ilma valitsuse ja mitteresidentide hoiusteta) pidevalt vähenenud (vt joonis 4.5). Ligikaudsel hinnangul on viimase nelja aasta jooksul sularaha osa rahaagregaadis M2 vähenenud pisut vähem kui kaks protsendipunkti aastas. Selles osas ei olnud erandiks ka 2001. a II kvartal.

## Likviidsed varad

**Vaatomata hoiuste kasvutempo pidurdumisele ületas nende absoluutkasv aasta esimesel poolel kodumaise reaalsektori pangalaenude ning liisingu suurenemise ligi 300 mln krooniga.** See kindlustas soodsa likviidsuskeskkonna ning likviidsete varade osatähtsus krediitiasutuste bilansis oli I poolaastal suhteliselt stabiilne. Seejuures olid likviidsusportfelli struktuurinihked suures osas seotud rahapoliitika operatsioonilise raamistiku reformiga, mille raames krediitiasutused võisid hakata kohustusliku reservi nõuet piiratud mahus täitma kvaliteetsete euro võlakirjadega (vt joonis 4.6).

1. juulil 2001 käivitunud reformi teise etapiga suurenes välisvarade arvestatavus seniselt 25%lt 50%ni kohustusliku reservi nõudest ehk ligi 1,4 miljardi krooni võrra. Seetõttu kahanes aprillist augustini keskpangas hoitavate reservide osatähtsus krediitiasutuste likviidsuspuhvrites 6,4%lt 4,2%le. Seda tasakaalustas samaväärne nõuete kasv mitteresidentidest krediitiasutustele.

Kokkuvõttes jäi krediitiasutuste likviidsuspuhvrite osa bilansis endiseks. Reformi kõrvalmõjuna suurenes juulis krediitiasutuste mitteresidentidest emitentide euro võlakirjaportfell ligi miljardi krooni võrra.



Joonis 4.6. Likviidsete varade osatähtsus pankade aktivas

## Raha- ja valuutaturg

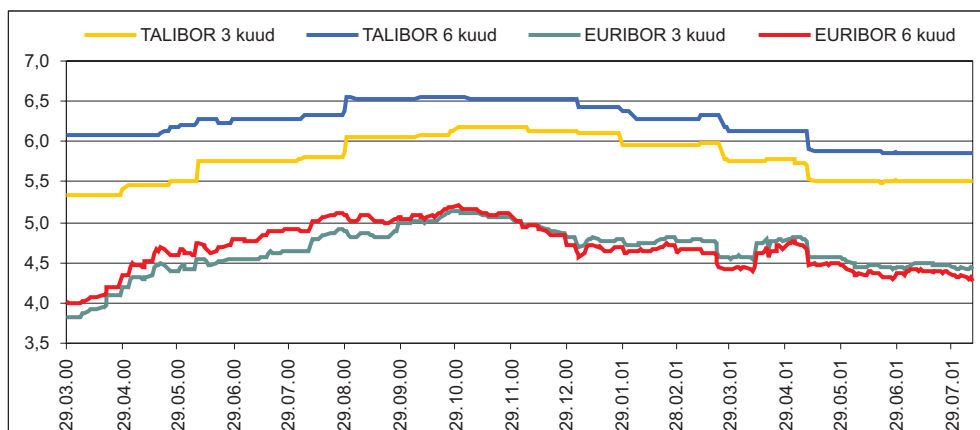
### Rahaturuintressid

10. mail 2001 alandas EKP keskseid intressimäärasid 25 baaspunkti võrra. Sellele järgnes euro pikemaajaliste rahaturuintresside langus, mis tingis augustikuus euro rahaturu tulukõvera suurema tasandumise. Euro pikemaajaliste rahaturuintresside alanemine oli seotud suve hakul halvenenud eurosooni majanduskasvu väljavaadetega. Viimast kinnitasid tööstustoodangu kasvutempo jätkuv aeglustumine ning ettevõtjate ja tarbijate kindlustunde kahanemine.

30. augustil langetas EKP tänavu teist korda repointressimäära 25 baaspunkti võrra – 4,25%le, tuues põhjenduseks vähenenud nõudluspoolse surve inflatsioonile keskpikas perspektiivis.

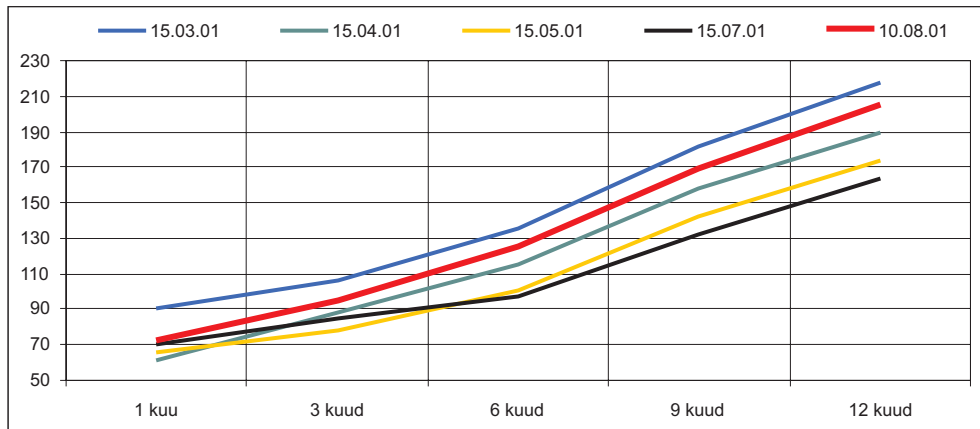
Paralleelselt euro rahaturuintresside alanemisega toimus juulis eurosoonis valitsuse 10aastaste võlakirjade tulususe ligi 20baaspunktiline langus. Tulususe kahanemine võis peegeldada nii intressimäärade langust Ühendriikides kui ka eurosooni inflatsiooniootuste alanemist.

Eesti krooni rahaturu intressimäärade trend on alates 2000. aasta lõpust olnud alanev nagu euro intressimäärade omagi (vt joonis 4.7). Maist augustini langesid pikema kui 6kuise



Joonis 4.7. Eesti krooni ja euro rahaturu intressimäärad (%)

tähtajaga krooni rahaturuintressid euro intressidest tagasihoidlikumalt – 30 baaspunkti võrra –, mistõttu Eesti ja euro rahaturuintresside vahe kasvas 10–20 bp (vt joonis 4.8).

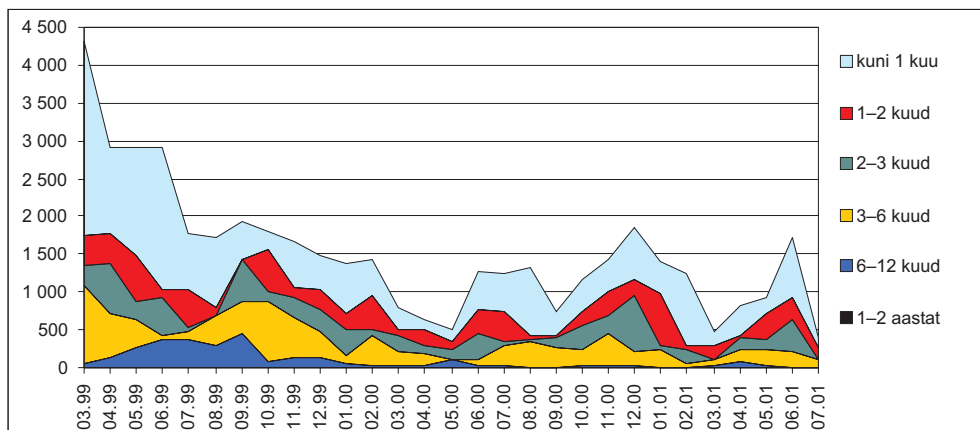


Joonis 4.8. Eesti krooni ja euro rahaturuintressimäärade vahe (baaspunkti)

Septembri alguses hinnati rahvusvahelistel tulevikutehingute turgudel, et käesoleva aasta lõpuks alanevad lühiajalised euro rahaturuintressid veel ligi 40 baaspunkti. Intressilanguse peatumist oodatakse 2002. a teisel poolel.

### Valuuta tuletistehingute turg

Sesoonsuse tõttu oli käive Eesti krooni valuuta tuletistehingute turul II kvartalis peaaegu kaks korda väiksem kui I kvartalis, ulatudes ligi 21 mld kroonini. Seejuures andsid ligikaudu kaks kolmandikku käibest tehingud, kus üheks osapooleks olid mitteresidendid. Eesti krediidasutuste pikad kroonipositsioonid tuletistehingute turul on 2001. aastal ulatunud keskkeltläbi miljardi kroonini, mis viitab turu vähesele aktiivsusele (vt joonis 4.9).

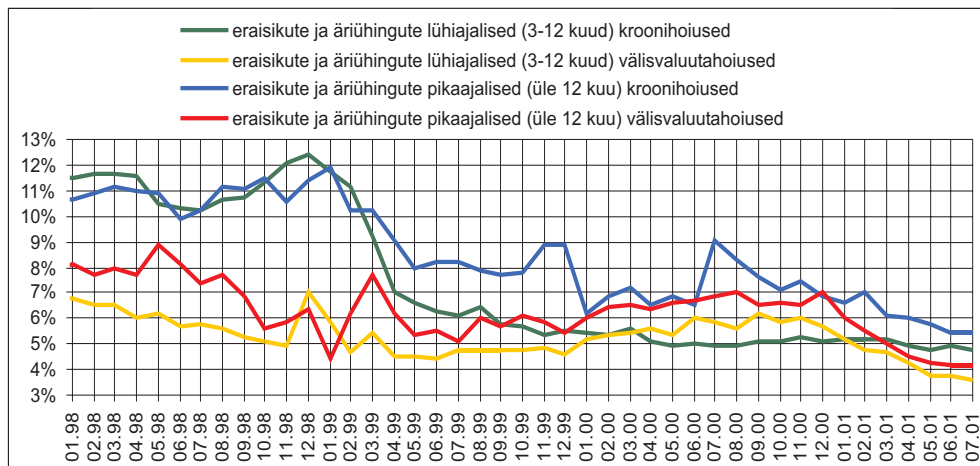


Joonis 4.9. Krediidasutuste pikad kroonipositsioonid valuuta tulevikutehingute turul (mln kr)

Tänavu on varasemast mõnevõrra kiiremat kasvu ilmutanud krediidasutuste euro välisvaluuta netopositsioon, mis on võrreldes aasta algusega suurenenud ligi 5 miljardi krooni võrra. Sellest 4 miljardit krooni andis euro bilansilise positsiooni suurenemine ning ühe miljardi euro tulevikutehingute lühikese positsiooni vähenemine.

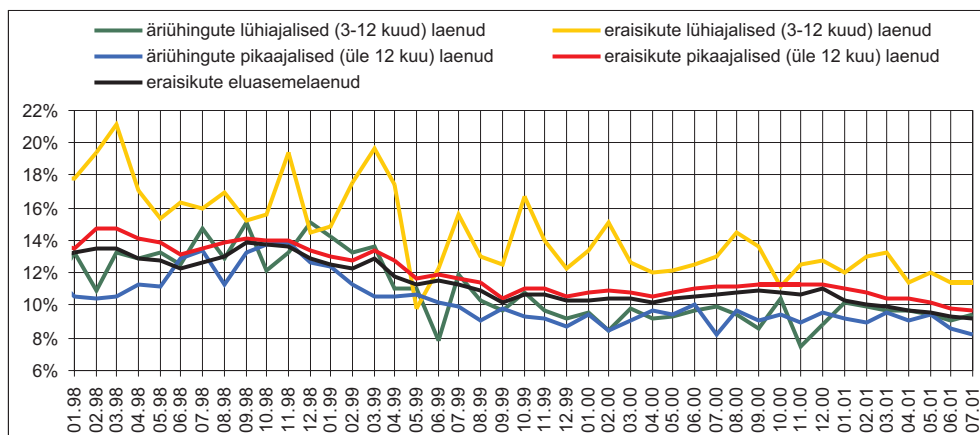
## Realsektori intressid

Nagu rahaagregaadid, nii lisasid ka intressimäärad II kvartalis olulist selgust monetaarsektori arengusuundumuste kohta. **Intresside langus oli oodatust tunduvalt kiirem. Kõige enam alanesid välisvaluutahoiuste intressid** (vt joonis 4.10). Selle peamiseks põhjuseks võib lugeda rahvusvahelist intressitaseme langust, eelkõige dollaris nomineeritud hoiuste puhul<sup>1</sup> (Eestis oli juulis ca kaks kolmandikku välisvaluutahoiustest noteeritud dollaris). Võrreldes 2000. aasta lõpuga olid lühiajaliste välisvaluutadehoiuste intressid langenud 2,1 ja ning pikaajaliste omad 2,8 protsendipunkti ning intressimäär oli juulis vastavalt 3,6 ja 4,2%. Kroonihoiuste intresside langus oli olnud väiksem: pikaajaliste hoiuste puhul 1,4 ning lühiajaliste puhul 0,3 protsendipunkti. Juulis olid kroonihoiuste intressid vastavalt 5,5 ja 4,8 protsenti.



Joonis 4.10. Residentide hoiuseintressid

Langustrend oli täheldatav ka kõigi laenuintresside puhul, kuigi see oli hoiuseintresside omast tunduvalt tagasihoidlikum. Aasta esimesel poolel langesid kõige enam (1,8 protsendipunkti) eluasemelaenuintressid, langetades seeläbi ka kõigi eraisikutele antud pikaajaliste laenude keskmist intressi 1,6 pp võrra (vt joonis 4.11). Uus intressimäär tase, vastavalt 9,25 ja 9,7% on kõigi aegade madalaim. Eraisikute pikaajalised laenud moodustasid käesoleva aasta esimese seitsme kuu keskmisena viiendiku uutest pankade poolt realsektorile antud laenudest.



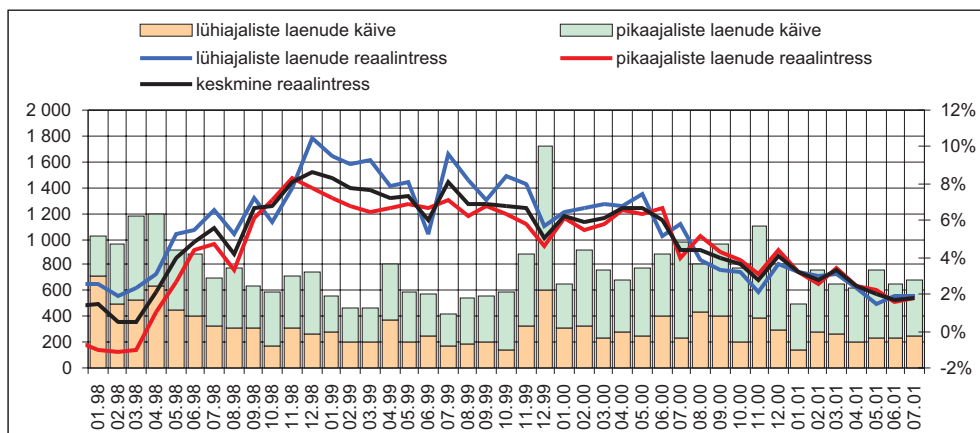
Joonis 4.11. Residentide laenuintressid

<sup>1</sup> Nt USA Föderaalreserv alandas jaanuarist aprillini intresse juba 3 protsendipunkti võrra.

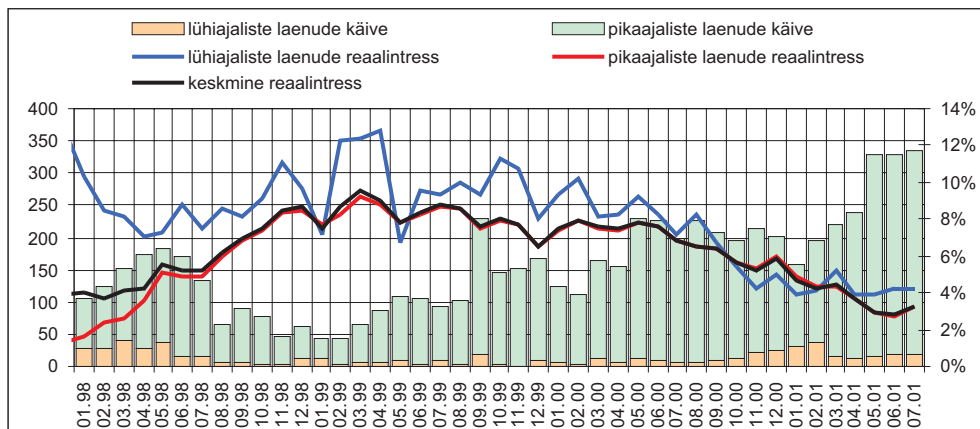
Võrdset 1,4 pp langesid I poolaastal äriühingute pikaajaliste laenude (41,9% keskmisest käibest) ja eraisikute lühiajaliste laenude (2,1% keskmisest käibest) intressid.

Kokkuvõttes on kodumaiste intressimäärade langus olnud oodatust oluliselt kiirem. Edaspidi võib langus küll jätkuda, kuid selle tempo peaks mõningal määral pidurduma. Realsektori intressimäärade alanemine võib olla kiirem üksnes juhul, kui EKP alandab intressimäärasid oodatust enam.

Juulis langema hakanud inflatsioonitempo mõjus realsektori *ex-post* reaalintrasse tõstvalt, pehmedades mõnevõrra nominaalintresside languse mõju (vt joonised 4.12 ja 4.13). Juulis tingis inflatsioonitempo kiire langus koguni reaalintrasside tõusu. Arvestades seda, et on oodata hinnatõusu edasist aeglustumist, võib just siin näha ühte tasakaalustavat tegurit nominaalintresside võimalikule edasisele langusele.



Joonis 4.12. Residentidest äriühingute laenude käive (mln kr, vasak telg) ja ex post reaalintrassid THI järgi (parem telg)



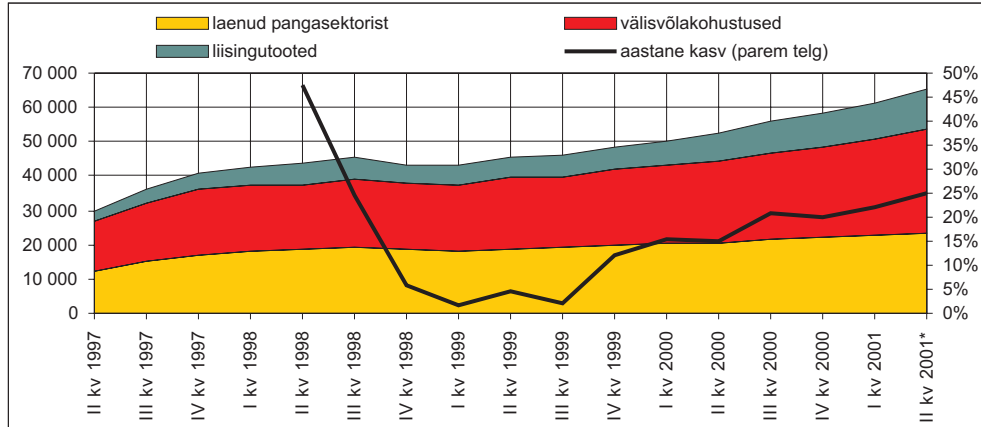
Joonis 4.13. Residentidest eraisikute laenude käive (mln kr, vasak telg) ja ex post reaalintrassid THI järgi (parem telg)

## LaenuTURG

Esiolguandel andmetel<sup>2</sup> kiirenes realsektori võlakooRMuse kasv ka II kvartalis ning ulatus aastaarvestuses 24,9%ni (vt joonis 4.14). Endiselt püsis kõige tähtsamal kohal laenamine

<sup>2</sup> Täpsem realsektori võlakooRMuse muut selgub pärast rahvusvahelise investeerimispositsiooni avaldamist.





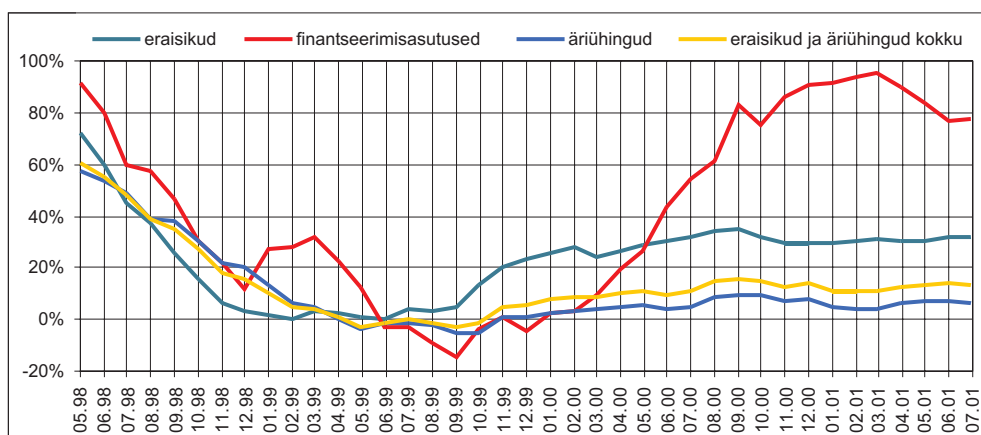
**Joonis 4.14. Kodumaise reaalsektori võlakoormus (mln kr, vasak telg) ja selle aastakasv (parem telg)**

\* 2001. aasta II kvartali liisingu ja välisvõlakohustuste andmed on hinnangulised

otse välissektorist. Välismaalt II kvartalis otse laenatud 2,2 mld kroonist moodustas miljard krooni laen otseinvesteerijatelt (kogu otseinvesteeringute konto maht oli 1,3 mld krooni). See võib viidata tõsiasjale, et II kvartalis erinesid otseinvesteeringute ja nende Eestimaiste tütarettevõtjate vahelised finantseerimisskeemid varasemaist ning enneolematult kiiret kodumaise võlakoormuse kasvu ei toimunud.

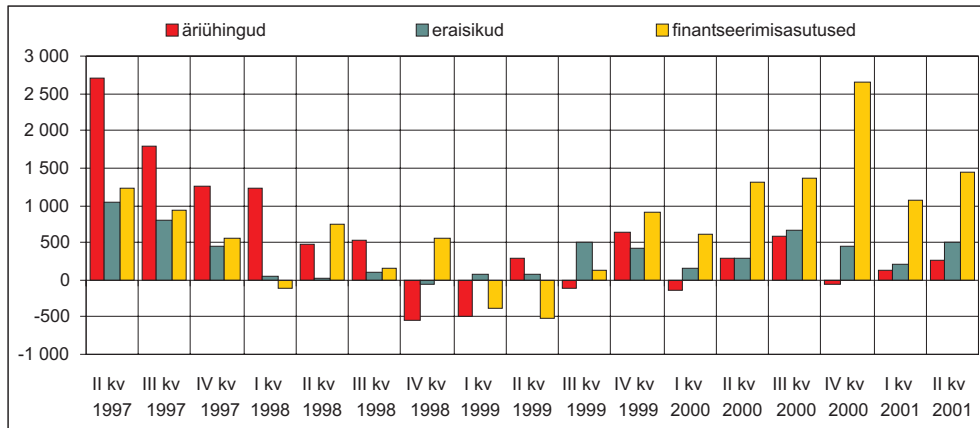
Sarnaselt kahe eelnenud kvartaliga oli pangalaenu (ja kommertsbankade residentsetesse võlapaberitesse tehtud finantsinvesteeringute) absoluutkasv liisinguportfelli kasvust suurem. Liisinguportfell suurenes esialgsel hinnangul 1,27 mld krooni, pangalaenu aga 796 mln krooni (kasv võrreldes eelmise aasta sama ajaga vastavalt 42 ja 13,6%).

Jätkuvalt suurenesid pangalaenudest kõige kiiremini laenu finantsvahendusele (vt joonis 4.15 ja 4.16). Finantsvahendajate võlakoormus kasvas II kvartalis 1,4 mld krooni ehk 10,6% (aastakasv 77,5%), andes 69% kogu laenujäägi aastakasvust. Saadud rahast suunasid finantsvahendajad hinnanguliselt kuni 200 mln krooni uuesti Eestist välja.



**Joonis 4.15. Pankade võlanõuete kasv residentsetele klientidele (muut võrreldes eelmise aasta sama kuuga)**

Kodumaise reaalsektori pangalaenudest suurenes kõige kiiremini eraisikutele antud laenu maht, mis moodustas 80% reaalsektori pangalaenudest ja 20% koondlaenuportfelli aastastest absoluutkasvust. Selline areng on olnud iseloomulik juba ligi poolteise aasta vältel ning kasv



Joonis 4.16. Pankade võlanõuded residentsetele klientidele (mln kr)

on püsinud 30% lähedal nagu eraisikute hoiustelgi. 80% eraisikute laenujäägi kasvust oli seotud kinnisvaratehingutega.

Äriühingute võlakoormus suurenes aastaga 3%. Sellesse andsid suurima panuse kinnisvara-, üürimis- ja äriteenindusettevõtjad, kelle pangalaenude aastakasv ulatus koguni 149%ni (vt tabel 4.1). Laenuid hulgi- ja jaekaubandusele olid aastaga suurenenud 33% ning põllumajandus-, jahindus- ja metsandusettevõtjaile 17%. Kahanes energeetika-, gaasi- ja vesivarustus-, samuti riigi-, sotsiaal- ja isikuteenindusettevõtjaile antud laenude jääk.

Tabel 4.1. Residentsete äriühingute osa aastases laenukasvus majandussektorite järgi

	Kuu lõpu seisuga			Aasta keskmisena		
	07.01	06.01	03.01	2000	1999	1998
Ehitus	0,2%	-2,2%	0,9%	-19,9%	132,8%	12,8%
Energeetika, gaasi- ja vesivarustus	-46,0%	-33,1%	17,6%	33,0%	-5,4%	0,3%
Haridus	-11,4%	-7,4%	-7,0%	-1,4%	-33,3%	0,3%
Hotellid ja restoranid	6,4%	4,2%	2,7%	0,4%	-49,9%	4,0%
Hulgi- ja jaekaubandus	32,6%	60,9%	46,0%	21,3%	243,7%	17,7%
Kalandus	-6,3%	-4,9%	-4,9%	-2,6%	-11,0%	-0,9%
Kinnisvara-, üürimis- ja äriteenindus	148,7%	105,2%	88,5%	32,4%	-634,7%	19,5%
Mäetööstus	0,5%	0,5%	1,1%	-0,8%	59,4%	0,9%
Põllumajandus, jahindus ja metsandus	17,2%	18,7%	7,5%	-0,8%	26,9%	-1,5%
Tervishoid	3,0%	1,9%	0,7%	2,3%	8,7%	0,1%
Veondus, laondus ja side	14,4%	14,3%	21,5%	14,9%	67,7%	7,3%
Tööstus	15,5%	-5,5%	7,3%	29,9%	19,6%	32,6%
Muud riigi-, sotsiaal- ja isikuteeninduse liigid	-74,9%	-52,5%	-81,9%	-8,7%	265,9%	8,9%