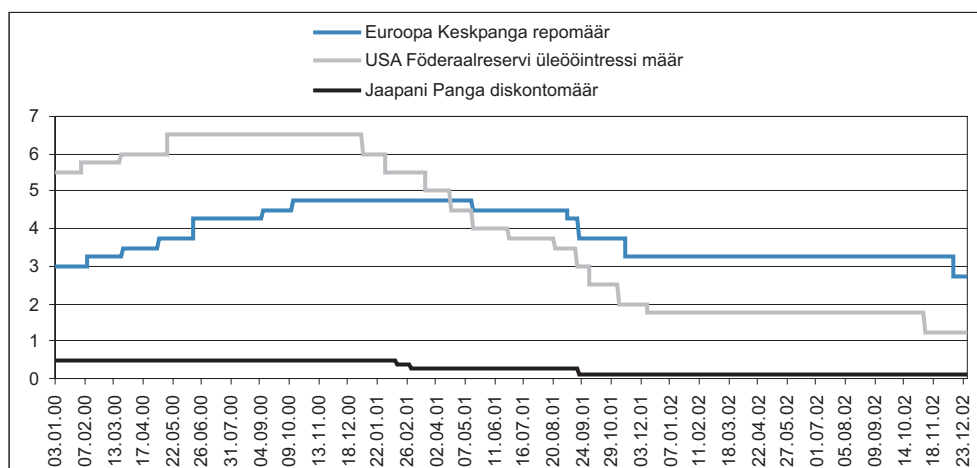


## IV MONETAARKESEKKONNA ARENG

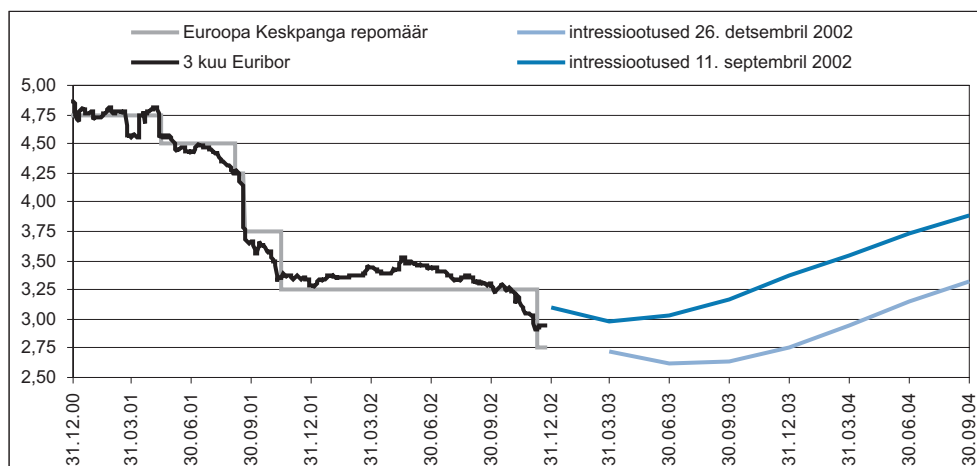
### Likviidsuskeskkond ja intressid

Geopoliitiliste riskide püsimise ning maailma suuremate majanduspiirkondade kasvuväljavaadete selgusetuse tõttu oli III kvartalis ebakindlus globaalsetel finantsturgudel endiselt suur. See avaldus aktsiaturu üldises nõrkuses, finantsturgude käitumise heitlikkuses ning investorite riskikartlikkuse kasvus. Suuremate valuutade (v.a Jaapani jeen) vahetuskursid püsisid samal ajal suhteliselt stabiilsed, mis viitab sellele, et ebakindlus oli globaalse, mitte regionaalse iseloomuga. Alates oktoobri teisest poolest finantsturud mõnevõrra stabiliseerusid.

Selline areng hoidis suuremate majanduskeskuste rahapoliitilisi intresse madalal tasemel. Majanduskasvu stimuleerimiseks alandasid USA Föderaalreserv novembris ning Euroopa Keskpank detsembris taas baasintresse (vt joonis 4.1). Turu intressiootused viitavad võimalusele, et euroala baasintressi võidakse 2003. aastal veelgi alandada (vt joonis 4.2). Võrreldes 2002. aasta I



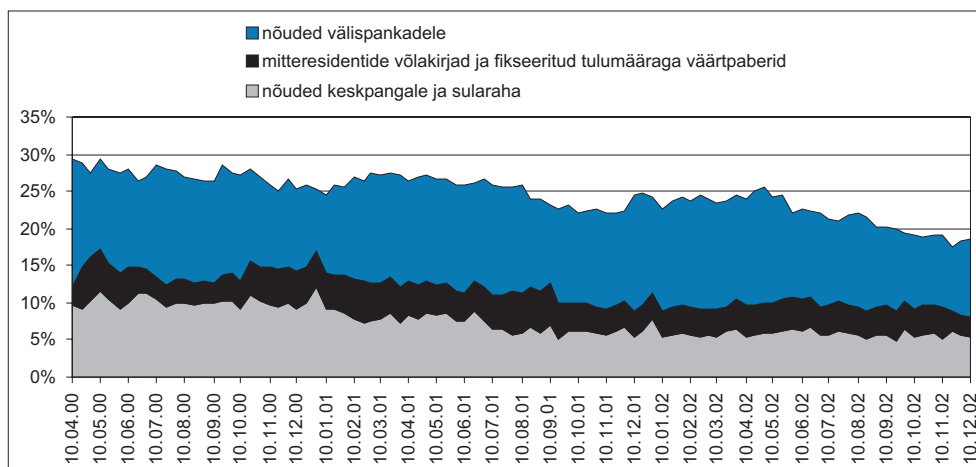
Joonis 4.1. Suuremate keskpangade rahapoliitilised intressimäärad (%)



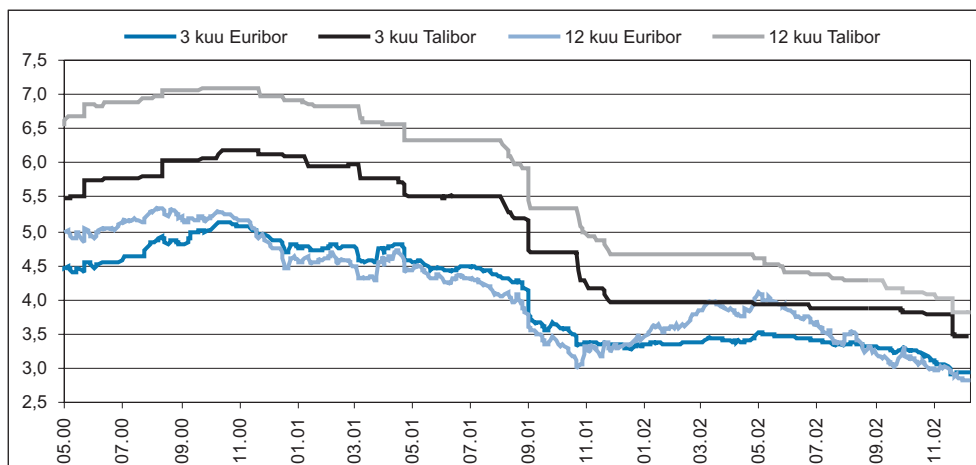
Joonis 4.2. Euroopa rahaturuintressid ja 3 kuu Euribori intressiootused futuuriturgudel eri ajahetkedel (%)

poolega alanesid suuremates majanduspiirkondades ka pikemaajalised intressid. Selle põhjuseks oli nii majanduskasvu väljavaadete halvenemine kui ka likviidsemate ja vähemriskantsete instrumentide nõudluse kasv. Kokkuvõttes oli Eesti-väline intresside tase III kvartalis endiselt madal ning olulisi vahetuskursi muutusi ei toimunud. Eesti jaoks tähendas see, et välise monetaarkeskkonna mõju oli endiselt ekspansiivne.

Sellise arengu tõttu püsisid ka Eesti lühi- ja pikemaajalised intressid rekordiliselt madalal tasemel. **Hoolimata Eesti finantssektori likviidsete varade kahanemisest 19%ni ja finantssektori rahavoogude likviidsuspositsiooni jätkuvast halvenemisest** (vt joonis 4.3), **jätkasid Eesti rahaturu intressid Euribori eeskujul alanemist** (vt joonis 4.4). Eesti raha- ja tuletistehingute turu käive oli tavapärane ning kokkuvõttes võis kodumaist likviidsuskeskkonda pidada finantssektori jaoks siiski soodsaks, mis tagas pankadele piisava kohustusliku reservi (vt joonis 4.5).

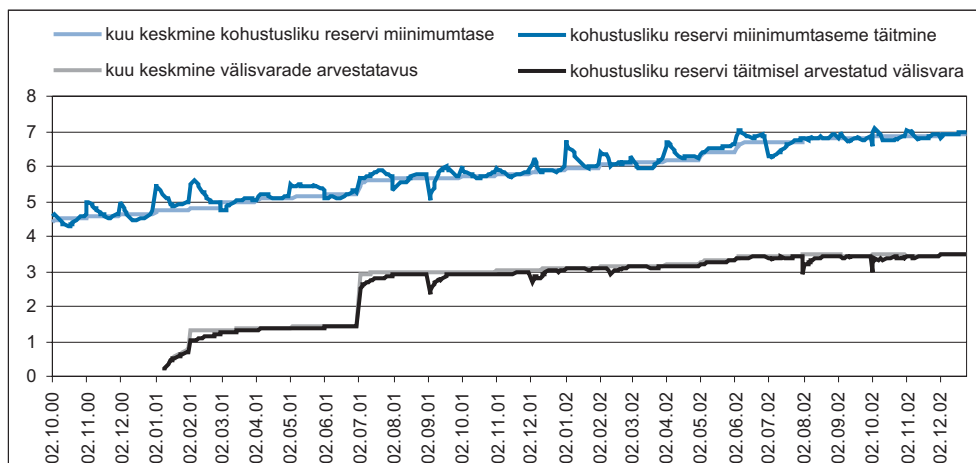


Joonis 4.3. Likviidsete varade osatähtsus pankade aktivas

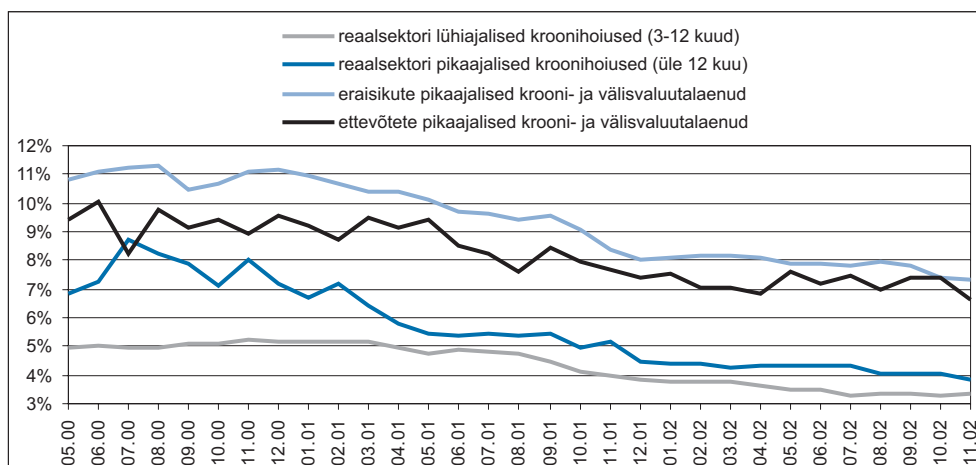


Joonis 4.4. Eesti krooni ja euro rahaturu intressid (%)

Eesti reaalsektori lühiajaliste (3–12 kuu pikkuse tähtajaga) kroonihoiuste kaalutud keskmine intressitase oli nii III kvartalis kui ka oktoobris keskmiselt 3,4% ning pikaajaliste (üle 12 kuu) hoiuste oma 4,1% (vt joonis 4.6). Ilma sihtotstarbelisi kroonilaene arvestamata oli eraisikute keskmine laenuintressimäär III kvartali lõpul 7,8%, mis on 0,1 protsendipunkti võrra madalam II kvartali lõpu näitajast. Ettevõtete pikaajaliste laenude keskmine intressitase III kvartalis kõikus,



Joonis 4.5. Pankade kohustusliku reservi nõue ja selle täitmine (mld kr)



Joonis 4.6. Kodumaise reaalsektori intressid

olles kvartali lõpul 7,4% ehk 0,2 protsendipunkti kõrgem II kvartali lõpu tasemest. Eraisikute keskmist laenuintressimäära mõjutas siiski oluliselt öppelaenude väljastamine, mis tõstis nende kaalutud keskmise laenuintressi septembri lõpuks 8,5%ni.

## Kapitalivood

Viimase aasta-poolteise jooksul on kapitali sissevool Eestisse olnud jätkuvalt suur. 2002. a III kvartal ei olnud selles suhtes erand. **Samas kahanes otseinvesteeringute osatähtsus kapitali sissevoolus ka III kvartalis, erakordne oli aga see, et otseinvesteeringute saldo kujunes 60 miljoni krooni ulatuses negatiivseks.** Seejuures oli otseinvesteeringute sissevool Eestisse esimese üheksa kuu jooksul ligi poole väiksem kui aasta varem. Kõige rohkem olid vähenenud emaettevõtetest võetud laenud, mis eeldatavasti asendati turult võetud laenudega. Ka paigutused põhikapitali olid väiksemad kui 2001. aastal, st vähem algatati otseinvesteeringute vormis rahastatavaid uusi projekte. Et samal ajal välisinvestorite tulek Eesti majandusse jätkus, siis jääb ka siin päevakorda küsimus, kas ja kuidas on muutunud uute välisomanduses olevate ettevõtete rahastamisskeemid.

Otseinvesteeringute väljavoolus andsid tooni täiendavad rahapaigutused Leedus ja Lätis juba tegutsevatesse ettevõtetesse, kusjuures III kvartali eripära oli reinvesteeringute suur osakaal.

Naaberriikidesse tehtud otseinvesteeringute suurenemine või vähenemine ei peegelda mitte Eesti ärikliima muutumist, vaid välisinvestorite taktikalisi kaalutlusi Läänemere-maade turgudel positsioonide hõivamisel.

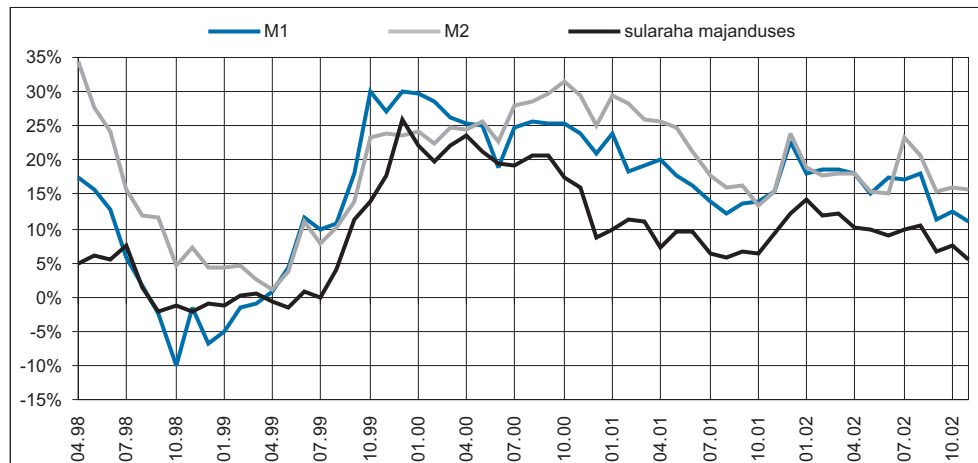
**Kapitali sissevool toimus 2002. aasta III kvartalis peamiselt portfelliinvesteeringutena, mille maht ulatus 3 miljardi kroonini.** Neist enamuse moodustas kapitali sissevool võlaväärtpaberite kaudu. Peamiselt kajastab see energeetikasektori ajakohastamiseks emiteeritud võlakirju.

**Et hoiuste maht suurenes laenude omast aeglasemalt, töid pangad kapitali sisse nii III kui ka IV kvartalis, seejuures III kvartalis kuni 1,9 miljardit krooni.** Ühtlasi kahanesid ka krediidasutuste välisreservid III kvartali jooksul hinnanguliselt 2,8 miljardi krooni võrra. Osaliselt kasutati välisreserve varasemate väliskohustuste refinantseerimiseks ja osaliselt kodumaise laenuõudluse rahastamiseks. Muude Eesti finantsvahendajate (sh liisingühingud ja investeerimisfondid) poolne kapitali väljavool oli III kvartalis alla miljardi krooni.

**Valitsussektor viis majanduse tasakaalustamise eesmärgil III kvartalis välismaale hinnanguliselt 1,5 miljardit krooni.** Välissektorisse paigutati osa eelarve jooksevülejäagist ja osaliselt vähendati varem kodumaal hoitud hoiuseid.

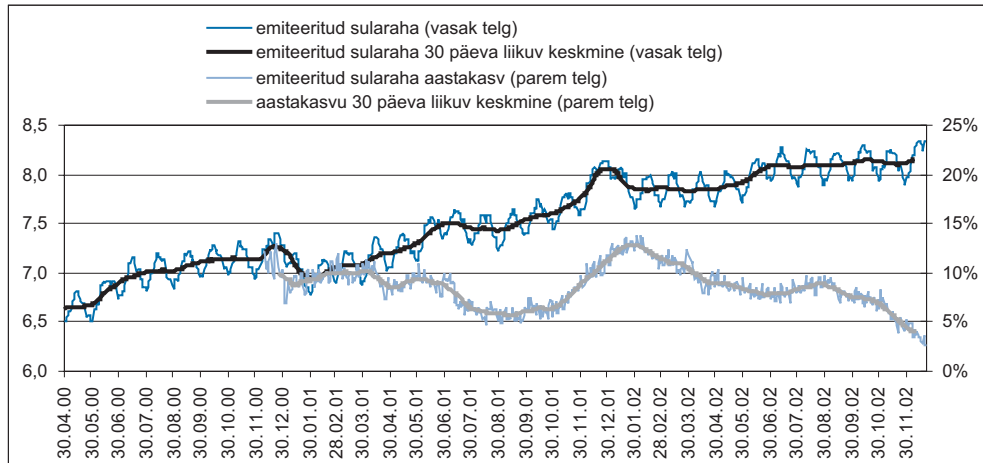
## Raha- ja laenuagregaadid

Rahapakkumises ilmneseid III kvartalis esmapilgul mõnevõrra vastuolulised trendid – kitsama rahaagregadi M1 aastakasvu tempo aeglustus novembri lõpuks 11,1%ni, kuid M2 aastakasvu tempo jäi aasta I poole tasemele – oli novembri lõpus 15,7%. Samas oli M2 kõrgem kasvutempo tingitud ühekordsete tegurite mõjust, millela oluks ka laiemal rahapakkumise kasvutempo mõnevõrra aeglasem (vt joonis 4.7).

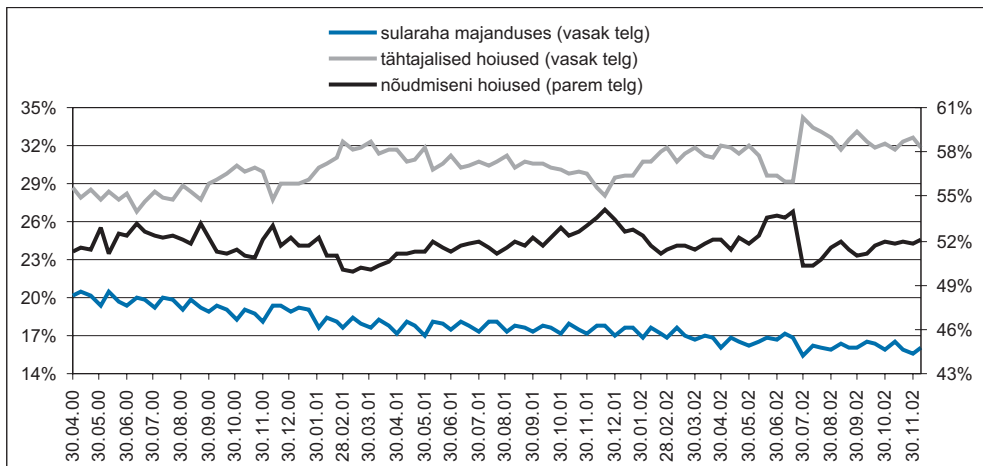


Joonis 4.7. Rahapakkumise kasv võrreldes eelmise aasta sama kuuga

**M1 aastakasvu tempo alanemise põhjuseks oli nii ringluses oleva sularaha kui ka nõudmiseni hoiuste juurdekasvu teatav langus III kvartali lõpus.** Majanduses ringleva sularaha aastakasv kahanes sealjuures septembri lõpul 6,6%le, mis on 2,5 protsendipunkti võrra aeglasem kui II kvartali lõpul (vt joonis 4.8). Kuigi M1 aastakasv oli III kvartalis rohkem kooskõlas majanduskasvu nominaaltempoga, on otseseid paralleele rahamassi käibekiiruse muutlikkuse tõttu siiski raske tõmmata. **M2 aastakasvu tempo kiirenes tähtjaliste hoiuste tavapärasest suurema kasvu tõttu** (vt joonis 4.9). Suur osa sellest oli aga tingitud ühe ettevõtte poolt Eestisse paigutatud suurtest hoiustest. Kokkuvõttes oli reaalsektori sääst hoiuste vormis väiksem kui I poolaastal keskmiselt.

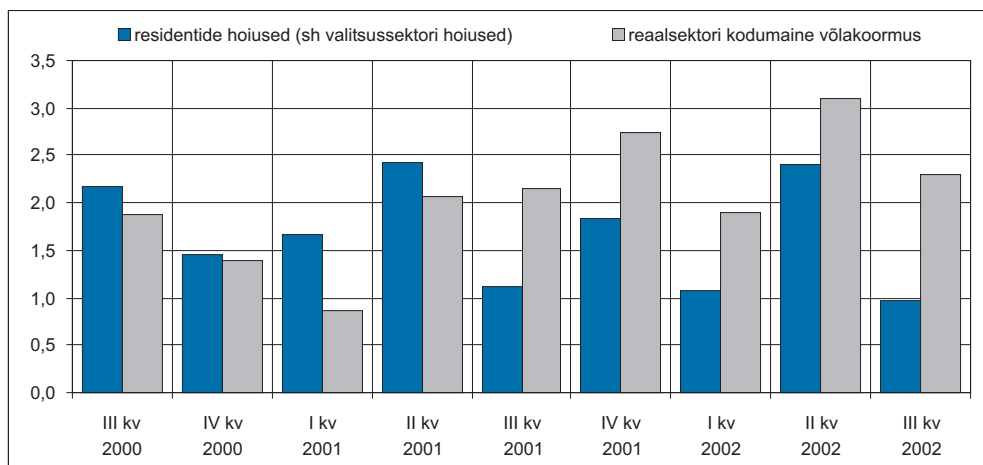


Joonis 4.8. Sularahanõudlus (mld kr) ja selle aastakasv



Joonis 4.9. Rahapakkumise M2 struktuur

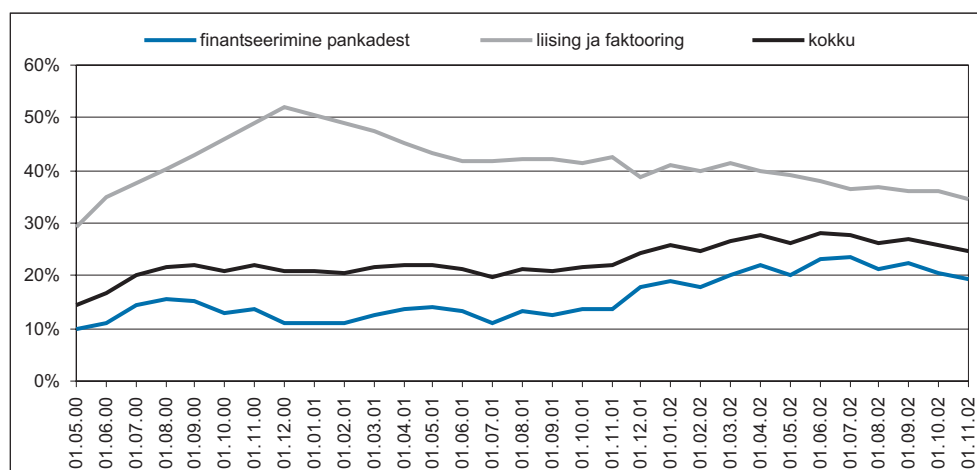
Eesti majanduse tasakaalustamiseks viidi III kvartali lõpul ja oktoobris-novembris Eestist välja osa valitsussektori hoiuseid. Selle tulemusena vähenesid need Eesti krediitiasutustes III kvartalis 0,4 mld krooni võrra ning oktoobris ja novembris veel 0,7 mld kr võrra. Seoses valitsuse hoiuste



Joonis 4.10. Residentide hoiuste ning reaalsektori kodumaise võlakoormuse kasv kvartali jooksul (mld kr)

osalise Eestist väljaviimisega langes residentide hoiuste juurdekasv III kvartalis viimaste aastate madalaimale tasemele (vt joonis 4.10). Mitteresidentide hoiused vähenesid III kvartalis 0,4 mld kr võrra, novembri lõpuks oli mitteresidentide hoiuste jääk III kvartali lõpu tasemel.

**Sellise arenguga võrreldes oli kodumaine laenamine III kvartalis jätkuvalt aktiivne ning residentide finantseerimise aastakasvu tempo vaatamata mõningasele aeglustumisele endiselt kiire.** Reaalsektori võlakoormuse aastakasv (laenu- ja liisingfinantseerimine kokku) ulatus III kvartali lõpuks 26,8%ni (vt joonis 4.11). See oli küll 1,3 protsendipunkti võrra väiksem kui II kvartali lõpul, kuid ületas kodumaiste rahaagregaatide kasvu ligi kümne protsendipunktiga. Ka mahult ületas reaalsektori võlakoormuse suurenemine reaalsektori hoiuste mahu kasvu – III kvartalis oli nende näitajate muut vastavalt 2,3 ja 1,5 miljardit krooni. Seetõttu oli finantssektor sunnitud laenukasvu finantseerimiseks vähendama oma likviidseid välisreserve ning kaasama täiendavat välissäästu. Need tendentsid jätkusid ka IV kvartalis – reaalsektori võlakoormuse aastakasvu tempo mõningane aeglustumine küll jätkus (novembri lõpul oli aastakasv hinnanguliselt 24,6%), kuid laenumahu suurenemine ületas endiselt reaalsektori hoiuste kasvu.



Joonis 4.11. Kodumaise reaalsektori finantseerimine finantssektori poolt (aastakasv, %)

**Klientide löikes oli tasakaalustamatus endiselt suurim eraisikute puhul, kelle hoiustamise ja laenamise kasvutempo vahe ulatus 30 protsendipunktini.** Kui eraisikute hoiuste aastakasv püsis III kvartalis 16–17% piirimail, olles aasta alguse kasvutempost aeglasem, siis eraisikute finantseerimise aastakasv ulatus oktoobri lõpul 47,5%ni. Ka eraisikute finantseerimise jääk kasvas III kvartalis kolmandiku võrra enam kui II kvartalis, ulatudes 1,5 mld kroonini. Eraisikud rahastavad laenude ja liisingu abil jätkuvalt peamiselt kinnisvara soetamist. Samas oli kiire ka muude laenude, eelkõige jooksevarveldustega seotud laenude kasvutempo. Kinnisvara soetamiseks kaasatud võõrvahendid olid 1,5 korda (st 50%) ning muu eraisikute võlakoormus 1,4 korda (sh arvelduslaenude jääk ligi 2,5 korda) suurem kui 2001. aastal. Seoses õppeaasta algusega kasvas mõnevõrra (159 mln kr) ka õppelaenude jääk, kuid see oli võrreldes eelnenud aastatega tunduvalt tagasihoidlikum.

**Ettevõtete finantseerimisnõudluse aastakasv ulatus III kvartali lõpul hinnanguliselt 21%ni.** Absoluutmahult kõige enam suurenes kinnisvarasektori laenukoormus, kuid selle kasv oli väiksem kui II kvartalis. Teisest kvartalist kiiremini kasvas veonduse ja tööstussektori laenukoormus, kaubanduse oma III kvartalis vähenes. Kasutuseesmärgi järgi finantseeriti III kvartalis enam ettevõtete kinnisvara soetamise ja renoveerimise projekte ning mõnevõrra vähem põhivara soetamist.